



00881

3₂ ej.

UNAM

DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO
FACULTAD DE ECONOMÍA

**LOS INTERMEDIARIOS
FINANCIEROS NO BANCARIOS
Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO**

EL CASO DE MÉXICO

TESIS

QUE COMO UNO DE LOS REQUISITOS
PARA OBTENER EL GRADO DE

DOCTOR EN ECONOMÍA

PRESENTA

ANTONINA IVANOVA BONCHEVA

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

1998

258302



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 está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

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

A la memoria de
Gueorgui Nikolov,
mi esposo

A la memoria de
Antonio Gutiérrez,
mi maestro

A Dimiter y Ekaterine
Ambar, mis hijos

A Edgar Ortiz,
mi maestro

RESUMEN

El presente estudio tiene objetivos tanto teóricos como empíricos. En *primer lugar* pretendemos dar un paso adelante en la discusión de las aportaciones teóricas sobre el papel del sistema financiero y los intermediarios financieros en la economía, acentuando sobre la relación sistema financiero-crecimiento económico y dedicando atención especial a la problemática financiero de los países en desarrollo. En *segundo lugar* examinamos las regularidades históricas y las etapas del desarrollo financiero, aportando ciertas nuevas tendencias observadas en las últimas tres décadas. En *tercer lugar* proponemos un método detallado para la elaboración de una matriz de flujo de fondos que nos permite analizar la participación de los distintos sectores económicos en la creación del ahorro y la utilización de recursos financieros de la economía nacional, así como el papel de los distintos intermediarios financieros en la captación y canalización de estos recursos.

En *cuarto lugar*, pero de importancia principal, está el objetivo empírico a dar un paso adelante en el estudio del papel del sistema financiero y en particular de los intermediarios financieros no bancarios en el crecimiento económico de México, un país en vías de desarrollo. Por ello, el marco teórico-metodológico del presente estudio toma como punto de partida los marcos conceptuales sobre finanzas y desarrollo, iniciados por Gurley y Shaw y continuados hasta el presente por otros autores (ante todo Goldsmith, Bennett, Ortiz, Fisher, Bernanke, etc.).

Por último, se presentan algunos escenarios esperados en el sistema financiero y en los *intermediarios financieros no monetarios* a la luz de la apertura mexicana en marco del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica.

En base de las series de datos ordenados en matrices de flujo de fondos financieros, y completados con algunos indicadores basados en acervos financieros, se analiza el desarrollo del sistema financiero mexicano, la evolución de los patrones de financiamiento y, en este contexto, el papel de los intermediarios financieros no bancarios en México durante los períodos 1970-1976 (modelo de crecimiento compartido y inicio de la revisión del modelo de sustitución de importaciones), 1976-1982 ((el auge petrolero y la crisis del 1982, o bien la etapa del agotamiento del modelo de sustitución de importaciones), 1982-1988 (inicios de la apertura económica y transición hacia la liberalización financiera) y 1988-1993 (liberalización económica y financiera), respectivamente;

Como conclusiones teóricas podemos recalcar que en la etapa actual en cualquier país del mundo el sistema financiero es un elemento intrínseco a la economía. Independientemente de la variación de la cantidad de dinero y sus efectos a corto o largo plazo, la expresión monetaria de las transacciones de un sistema económico hace que el sistema financiero tenga importancia por sí mismo, pues sería imposible analizar la evolución de cualquier economía en el mundo sólo en base del trueque. Además es evidente que a los países con desarrollo económico más alto corresponden sistemas financieros más evolucionados.

El sector financiero es un factor de primera importancia en el fomento del ahorro financiero y su asignación eficiente al financiamiento de la inversión productiva, y por ende, en la promoción del crecimiento económico. Sin embargo, según su eficiencia y funcionalidad, así como la capacidad de reaccionar de manera rápida y flexible a cualquier cambio en el ámbito económico, los intermediarios financieros, pueden contribuir, quedarse al margen, y hasta en ciertas ocasiones estropear el desarrollo económico de los estados modernos.

Otra conclusión teórica es que las fuerzas productivas y las relaciones de producción, como principales elementos de la base económica, crean la necesidad de la existencia de instrumentos e instituciones financieras adecuadas para atender las respectivas etapas de su desarrollo. Es muy importante también tener presente la influencia retroactiva del sistema financiero sobre la base económica.

Esta influencia puede ser tan fuerte, que la creación de servicios e instrumentos financieros "por adelantado" (convirtiéndose en sector líder de la economía) puede fomentar este desarrollo. Esto tiene un significado especial para los países en vías de desarrollo que por no contar con el desarrollo completo de todas las secciones de la producción material tienen sistemas financieros incompletos.

La investigación empírica de este estudio muestra la interrelación entre el sistema financiero y la base económica para el caso concreto de México. El sistema financiero refleja claramente la situación económica del país durante las etapas analizadas. La solidez de las instituciones bancarias y no bancarias incide sobre la recuperación y el desarrollo. Por otro lado, una desestabilización del sistema financiero y

los procesos de desintermediación corresponden a períodos críticos para el crecimiento económico del país (1976, 1982 y 1994).

Sin embargo, los análisis muestran que México está lejos de alcanzar los niveles de intermediación financiera que tienen los países desarrollados. La razón de intermediación financiera nacional aún en sus valores más altos no alcanza uno. O sea, aunque podríamos calificar la etapa del desarrollo financiero de México como posmonetaria transicional por la existencia de los mercados de capital incipientes, el aumento del crédito bancario y la gran dependencia de las empresas del ciclo económico, la razón de profundización financiera del país corresponde todavía a la etapa anterior del desarrollo financiero (monetaria transicional).

Además aún en el período de apertura económica y liberalización financiera, el gobierno sigue manteniendo gran peso en la economía lo que hace que, por lo general, el ciclo económico coincida con los períodos sexenales de administración. En relación con esto hay que destacar que no ha habido sincronización entre las políticas económicas y financieras, prestándoseles atención a éstas últimas únicamente cuando la economía entra en problemas, por lo general hacia el cuarto o quinto año de cada mandato presidencial.

Hasta el último período no se notan esfuerzos de poner "por adelantado" el desarrollo del sistema financiero a los requerimientos que surgirán lógicamente por las pautas seguidas en las políticas económicas. Y la liberalización financiera que se implementa en éste último período se da cuando todavía no están consolidadas las bases del modelo de desarrollo económico mediante la apertura y diversificación de exportaciones. Tal vez, esto sea una de las razones que provoca la extrema fragilidad que vive el sistema financiero nacional en la actualidad.

La productividad y la eficiencia de los intermediarios financieros nacionales es muy baja y en cambio el margen de utilidad es muy alto. La reprivatización bancaria no ha podido aumentar la eficiencia del funcionamiento del sistema financiero. Más aún por falta de adecuadas políticas crediticias se ha incurrido últimamente en el grave problema de la cartera vencida. Esto vuelve más frágil el sistema financiero nacional y provoca fuertes contradicciones entre los sectores financiero e industrial, lo que repercute directamente sobre la inversión productiva y el crecimiento económico del país.

La empresa pequeña y mediana ha quedado al margen del financiamiento bancario por no poder ofrecer garantías, aunque tenga proyectos viables para inversión. Por otro lado, las grandes empresas nacionales se financian en mayor grado en el exterior (tanto en el mercado de valores, como en la banca transnacional), debido a las más bajas tasas de interés y al traslado de una parte de sus operaciones al exterior. Esto muestra que los bancos nacionales han perdido terreno en el financiamiento de los sectores empresariales privados.

Se nota también un fuerte aumento de los flujos financieros entre los mismos intermediarios, lo que es un factor que aumenta potencialmente la fragilidad del sistema financiero, porque entrando una institución en problemas éstas se dispersan rápidamente a las demás instituciones financieras. Otro factor que contribuye a la fragilidad del sistema financiero es el otorgamiento de grandes cantidades financieras como crédito a un sólo usuario, y en varias ocasiones a empresas relacionadas directa o indirectamente con los nuevos propietarios de los bancos y grupos financieros.

En el nuevo escenario financiero de la economía mexicana es muy viable que crezca el papel de la banca de desarrollo como intermediario de segundo piso, atendiendo a los sectores productivos que no se contemplan en la actividad de la banca comercial, perfeccionando además la distribución regional de los recursos financieros. La articulación de la actividad de los intermediarios no monetarios gubernamentales con la banca comercial y las instituciones privadas no bancarias puede llevar hacia mayor coordinación entre el sector financiero y el sectores productivo.

En el período 1982-1988 los intermediarios no bancarios privados amortiguan los problemas del endeudamiento, permitiendo canalizar una mayor parte del ahorro interno hacia el sector privado. Y aunque una gran parte de éste fue reciclada al mercado de dinero, sin ser utilizada productivamente, se redujo la dependencia de la economía de los créditos externos. La parte porcentual de éstos en el total de obligaciones clasificadas del sistema financiero aumenta tres veces durante el período en contraste con la disminución de la parte correspondiente a la banca comercial.

En el siguiente período se nota además un incremento de la parte de estas instituciones en la canalización de fondos hacia el sector privado. Sin embargo, las oportunidades que ofrecen los intermediarios no bancarios no han sido explorados adecuadamente en la práctica. Además destaca su alta

participación en los flujos financieros intrainstitucionales, lo que los hace muy susceptibles a los desequilibrios que afectan a la banca comercial y/o la banca de desarrollo.

La libertad que ahora tienen los intermediarios bancarios y no bancarios para fijar precios y asignar fondos, así como la privatización de la banca comercial, en principio promueven un entorno de mayor competencia. Sin embargo, ésta no se ha reflejado en el aumento de la eficiencia o en baja de los márgenes de ganancia de los bancos comerciales. Además, con la formación de grupos financieros la unión de bancos con los intermediarios no bancarios ha aumentado el grado de concentración.

Esta concentración conduce a fuerte resistencia ante la penetración de las instituciones financieras extranjeras. Efectivamente, la regulación en marcos del Tratado de Libre Comercio impone fuertes barreras de entrada, en forma de requisitos elevados de capital mínimo, autorización discrecional de nuevos intermediarios, o restricciones al establecimiento de intermediarios extranjeros, lo cual desalienta la competencia y crea la posibilidad de que éstos se decidan por las prácticas oligopólicas que prevalecen en el mercado nacional, en vez de promover mayor eficiencia en la intermediación financiera doméstica.

Además la regulación en México utiliza más las restricciones directas a la operación, que diversos mecanismos de supervisión, como lo hacen Canadá y Estados Unidos.

Estos obstáculos pueden superarse mediante las esquemas de asociación con instituciones financieras nacionales y la orientación hacia relaciones con las empresas de nueva creación, en su mayoría mixtas o de capital extranjero. Por otro lado, la protección de los servicios bancarios al menudeo puede contrariarse con el desarrollo de otros segmentos relacionados con los intermediarios financieros no bancarios. Los rubros de las sociedades de inversión, en cuanto la captación, y el arrendamiento financiero, en cuanto el financiamiento, pueden representar competencia efectiva para estos servicios, y tienen programada una mayor apertura.

ABSTRACT

This study has theoretical as well as empirical objectives. 1) We intend to further discuss the theoretical contributions concerning the role of the financial system and financial intermediaries in the economy, focusing on the relation between financial systems and economic growth and paying special attention to the financial problems of developing countries. 2) We examine the historical regularities and stages of financial development, identifying certain new tendencies observed in the last three decades. 3) We will propose a detailed method for the elaboration of a flow of funds matrix that permits us to analyze the participation of the distinct economic sectors in the creation of savings and the utilization of financial resources by the national economy, as well as to identify the role of different financial intermediaries in mobilizing and channelling these resources.

4) The empirical objective of greatest importance is to further examine the role of the financial system - in particular the non-banking financial intermediaries - in the economic growth of Mexico, a developing country. Therefore the theoretical-methodological orientation of the current study will take as its point of departure the conceptual frameworks concerning finances and development begun by Gurley and Shaw and continued up to the present by other authors (Goldsmith, Bennett, Ortiz, Fisher, Bernanke, etc. being the most prominent).

5) We present some anticipated scenarios involving the financial system and the non-monetary financial intermediaries in the light of the Mexican liberalization resulting from the North American Free Trade Agreement.

On the basis of data series organized in flow of funds matrices, and complemented by certain financial stock indicators, we will analyze the development of the Mexican financial system, the evolution of financing patterns and the role of the non-banking financial intermediaries during the following periods:

1) 1970-1976: income redistribution model and beginning of the revision of the import substitution model;

2) 1976-1982: the petroleum boom period and the 1982 crisis; i.e., the collapse of the import-substitution model;

3) 1982-1988: early stages of the opening of the economy, and the transition toward financial liberalization;

4) 1988-1993: *economical and financial liberalization.*

We can theoretically conclude that, at the present time, the financial system is an element intrinsic to the economy of any country in the world. Independently of fluctuations in the money supply and their short and long-term effects, monetary transactions of an economic system result in the financial system being important in itself, for it would be impossible to analyze the evolution of any world economy solely on the basis of barter. In addition, it is evident that countries with higher level of economic development also have more evolved financial systems.

The financial sector is a factor of primary importance in the promotion of savings and their efficient allocation to productive investment opportunities, and in the stimulation of economic growth. Depending on their capacity to function efficiently and to react rapidly and flexibly to any change in the economy, financial intermediaries can positively contribute to, have a negligible effect on, or even in certain instances hinder economic development in a modern state.

Another theoretical conclusion is that productive forces and production-related activities, as principal elements of the economic base, create the need for the existence of financial instruments and institutions appropriate to the corresponding stages of their development. It is also very important to consider the retroactive influence of the financial system on the economic base; this influence can be so strong that the creation of financial services and instruments "in advance" (becoming a leading sector) could actually induce this development. This is especially significant for the developing countries which lack complete financial systems due to the incomplete development of the productive sector.

The empirical investigation of this study reveals an interrelation between the financial system and the economic base in the specific case of Mexico. The financial system clearly reflects the economic situation of the country during the periods analyzed. The solidity of the banking and non-banking institutions affects recuperation and development. On the other hand, the destabilization of the financial system and the desintermediation processes correspond to critical periods in the economic growth of the

country (1976, 1982 and 1994). Nevertheless, analyses show that Mexico is far from achieving the financial intermediation levels of the industrialized countries. Even at its highest value, the national financial intermediation coefficient is less than one.

In other words, even if we could characterize the financial development of Mexico as being in the postmonetary transitional stage due to the existence of emerging capital markets, the rise of banking credit and the significant dependence of businesses on the economic cycle, the financial depth coefficient still corresponds to the former (*monetary transitional stage of financial development*).

In addition, even in the period of economic and financial liberalization the government remains an important factor in the economy and this causes the economic cycle and the six-year administration periods to coincide. In this respect it is necessary to emphasize the lack of synchronicity between economic and financial policies, the latter receiving attention only when economic problems appear, usually in the fourth or fifth year of each presidential term.

Up to the last period there is no noticeable effort to develop the financial system "in advance" to the requirements which would logically correspond to the tendencies of applied economic policies. This, plus the implementation of financial liberalization before the consolidation of the economic development model based on an open economy and export diversification, is probably one of the factors contributing to the extreme fragility of the modern Mexican financial system.

The productivity and efficiency of the domestic financial intermediaries are very low, and in turn, the profit margin very high. Bank reprivatization has failed so far to improve the efficiency of the financial system and moreover, due to the lack of adequate credit policies, created the serious problem of overdue portfolio payments. This has made the national financial system more fragile and has created grave contradictions between the industrial and financial sectors, with direct repercussions on productive investment and economic growth.

Small and medium-scale enterprises have remained on the margins of bank financing due to not being able to offer guarantees, despite having viable projects for investment. On the other hand, large businesses with foreign branches have access to international capital (obtained both through the stock market and the banking system) at the lowest possible interest rates.

A significant increase of financial flows of funds between the intermediaries has been observed, contributing to the fragility of the financial system through the potentially negative ripple effect caused by one troubled institution. Another negative factor is the extension of excessive credit to a particular client, often one connected directly or indirectly to the new proprietors of banks and financial groups.

In the new Mexican financial panorama it is very probable that the role of development banks as "second-stage" intermediaries will increase, as they will be attending the economic sectors, not served by the commercial banking system and at the same time improving the regional distribution of financial resources. Interaction between governmental non-monetary intermediaries and commercial banks and private non-banking institutions could contribute to better coordination between financial and productive sectors.

During 1982-1988 private non-banking intermediaries helped to reduce foreign debt problems by channelling a significant portion of domestic savings into the private sector. Even though most of these resources were recycled back into the money market without having been productively utilized, dependence of the economy on foreign credit had been diminished. The percentage of financial obligations accepted by the above-mentioned intermediaries increased three times during this period, while the commercial banking sector experienced a decrease.

In the subsequent period an increase in the diversion of funds to the private sector can also be observed; nevertheless, potential opportunities offered by non-banking intermediaries have yet to be adequately utilized. However we must also cite their high level of participation in intra-institutional fund flow, which makes them very susceptible to the disequilibriums which affect commercial banks and/or development banks.

The present freedom of the banking and non-banking intermediaries to fix prices and assign funds, along with the privatization of the commercial banks, theoretically promotes competition, but this has not been reflected either in an increase in efficiency or in a decrease in the profit margins of the commercial banks. Moreover, with the creation of financial groups, the linkage between banks and non-banking intermediaries has contributed to greater concentration, creating, in turn, greater resistance to the penetration of foreign financial institutions. In effect, NAFTA regulations such as high minimum capital

requirements, discretionary authorization of new intermediaries, and restrictions on the establishment of foreign intermediaries constitute strong barriers against this penetration, discouraging the competition and possibly forcing it to opt for the oligo-political methods currently prevailing in national markets, thus hindering the promotion of greater efficiency in national financial intermediation.

In addition, Mexico directly restricts operations, whereas Canada and the U.S. use more diverse supervision mechanisms.

These obstacles can be overcome through the association with domestic financial institutions and by establishing relations with newly created intermediaries, mainly with those partially or wholly foreign-financed. On the other hand, protection of small-scale banking services can be counteracted by the development of other segments related to non-banking financial intermediaries, such as investment societies and financial leasing companies, which can effectively compete with these services and foster greater liberalization.

INDICE DE SIGLAS UTILIZADAS EN EL TEXTO

A- ahorro actual
ADR - American Depositary Receipt
Afore - Administradora de Fondos para el Retiro
Altex - Empresas Altamente Exportadoras
ANAF- adquisición neta de activos financieros
AT- ahorro total
BANAMEX - Banco Nacional de México
BANCOMER - Banco del Comercio
BANCOMEXT- Banco Nacional de Comercio Exterior
BIB - Bono de Indemnización Bancaria
BM- Banco de México
BMV- Bolsa Mexicana de Valores
BONDES - bonos de desarrollo con interés fijo
BORES - bonos de desarrollo urbano con interés fijo
CAPS- *Certificados de Participación Patrimonial*
CD - certificados de depósito
CEMLA- Consejo Económico y Monetario para América Latina
CEPAL - Comisión Económica para América Latina
CETES - certificados de tesorería gubernamentales
CIDE- Centro de Investigaciones y Docencia Económica
CNB- Comisión Nacional Bancaria
CNBV- Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CNV- Comisión Nacional de Valores
 Δ M- cambios en la oferta monetaria
Draw-back - Devolución de Impuestos
ECEX - Empresas de Comercio Exterior
EE.UU.- Estados Unidos de América
FCE - Fondo de Cultura Económica
FICORCA- Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios
FMI (IMF)- Fondo Monetario Internacional
GATT - *General Agreement for Trade and Tariffs* (Acuerdo General de Comercio y Aranceles)
H- atesoramiento
IFB- intermediarios financieros bancarios
IFNB- intermediarios financieros no bancarios
IFNMG- Intermediarios financieros no monetarios gubernamentales
IIE- Instituto de Investigaciones Económicas
MV- Mercado de Valores
NAFINSA - Nacional Financiera S.A.
OCDE - Organización de Cooperación y Desarrollo Económico

OFP - oferta de fondos prestables
PIB- producto interno bruto
PIRE- Programa Inmediato de Reordenación Económica
Pitex - Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación
PNB- producto nacional bruto
RIF- razón de interrelaciones financieras
RNEA-razon entre las nuevas emisiones agregadas de valores financieros
SAR- Sistema de Ahorro para el Retiro
SET - Sistema Europeo de Tipos de Cambio
SHSP- Secretaría de Hacienda y Crédito Público
SI- sustitución de importaciones
Tesobonos - Bonos de la Tesorería
TLC- Tratado de Libre Comercio
TLCAN- Tratado de Libre Comercio De Norteamérica
UAM - Universidad Autónoma Metropolitana
UNAM- Universidad Nacional Autónoma de México
USA- United States of America

RELACION DE CUADROS EN EL TEXTO

<i>CUADRO 1</i> MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS (EJEMPLO).....	38
<i>CUADRO 2</i> BALANCE GENERAL SECTORIAL.....	41
<i>CUADRO 3</i> MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS.....	43
<i>CUADRO 4</i> FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "GOBIERNO" (1970-1976).....	64
<i>CUADRO 5</i> FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES" (1970-1976).....	65
<i>CUADRO 6</i> FLUJOS ANUALES DE CAPTACION DE FONDOS FINANCIEROS DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES" (1970-1976).....	67
<i>CUADRO 7</i> TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB (1970-1976).....	67
<i>CUADRO 8</i> PARTICIPACION DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO (1970-1976).....	68
<i>CUADRO 9</i> PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO (1970-1976).....	68
<i>CUADRO 10</i> PARTICIPACION DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO (1970-1976).....	69
<i>CUADRO 11</i> PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO (1970-1976).....	70

<i>CUADRO 31</i>	
PARTICIPACIÓN DE LOS ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS (1982-1988).....	112
<i>CUADRO 32</i>	
PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE LAS OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1982-1988).....	113
<i>CUADRO 33</i>	
ACTIVOS NO MONETARIOS EN PODER DEL PUBLICO EN EL SISTEMA BANCARIO (1982-1988).....	114
<i>CUADRO 34</i>	
FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES" (1989-1993).....	126
<i>CUADRO 35</i>	
FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "GOBIERNO" (1989-1993).....	128
<i>CUADRO 36</i>	
FLUJOS ANUALES DE CAPTACION DE RECURSOS FINANCIEROS DESDE EL SECTOR "RESTO DEL MUNDO" (1989-1993).....	129
<i>CUADRO 37</i>	
FLUJOS ANUALES DE CAPTACION DE FONDOS DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES" (1989-1993).....	130
<i>CUADRO 38</i>	
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS (1989-1993).....	131.
<i>CUADRO 39</i>	
PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LAS OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1989-1993).....	132
<i>CUADRO 40</i>	
TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB (1989-1993).....	133
<i>CUADRO 41</i>	
PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS	

DEL SISTEMA FINANCIERO (1989-1993)133

CUADRO 42

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
PRIVADOS EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS
DEL SISTEMA FINANCIERO (1989-1993).....134

CUADRO 43

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO
MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE RECURSOS
CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO (1989-1993).....135

CUADRO 44

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO
MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES
CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO (1989-1993).....136

CUADRO 45

PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE
RECURSOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO (1989-1993).....136

CUADRO 46

PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL
DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS DEL SISTEMA
FINANCIERO (1989-1993).....138

RELACION DE GRAFICAS EN EL TEXTO

<i>GRAFICA 1</i>	
IMPACTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS SOBRE LA TASA DE INTERES Y LA DEMANDA DE DINERO.....	34
<i>GRAFICA 2</i>	
IMPACTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS SOBRE LOS COSTOS EMPRESARIALES DE CAPITAL E INVERSION.....	35
<i>GRAFICA 3</i>	
DECLINACION DEL PAPEL DE LA BANCA COMERCIAL (1971-1976).....	68
<i>GRAFICA 4</i>	
AUMENTO DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1976-1976).....	69
<i>GRAFICA 5</i>	
COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1976-1981).....	87
<i>GRAFICA 6</i>	
COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL (1976-1981).....	88
<i>GRAFICA 7</i>	
AUMENTO DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1982-1988).....	105
<i>GRAFICA 8</i>	
PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES (1982-1988).....	110
<i>GRAFICA 9</i>	
AUMENTO DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS (1982-1988).....	111
<i>GRAFICA 10</i>	
PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES (1982-1988).....	113
<i>GRAFICA 11</i>	
COMPORTAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS (1989-1993).....	133
<i>GRAFICA 12</i>	
COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1988-1993).....	134
<i>GRAFICA 13</i>	
COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL (1988-1993).....	136

<i>GRAFICA 14</i> COEFICIENTE DE INVERSION (1971-1981).....	149
<i>GRAFICA 15</i> VARIACION COMPARADA DE FLUJOS FINANCIEROS Y COEFICIENTE DE INVERSION (1971-1981).....	150
<i>GRAFICA 16</i> COMPORTAMIENTO CICLICO EN LOS FLUJOS DE FONDOS (1971-1981).....	151
<i>GRAFICA 17</i> COEFICIENTE DE INVERSION (1982-1993).....	152
<i>GRAFICA 18</i> VARIACION COMPARADA DE FLUJOS FINANCIEROS Y COEFICIENTE DE INVERSION (1982-1993).....	153
<i>GRAFICA 19</i> COMPORTAMIENTO CICLICO EN LOS FLUJOS DE FONDOS (1982-1993).....	157

ÍNDICE

Introducción.....iii-xiv

Primer capítulo

EL SISTEMA FINANCIERO Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

I INTRODUCCIÓN.....1

II CARACTERIZACIÓN GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y SUS ELEMENTOS

A. APARICIÓN DE LAS FINANZAS EN LA ECONOMÍA.....1

B. CARACTERIZACIÓN Y ELEMENTOS

INTEGRANTES DEL SISTEMA FINANCIERO.....2

C. MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....3

D. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS Y
NO MONETARIOS.....4

E. INNOVACIONES FINANCIERAS.....5

F. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA.....6

G. LA IMPORTANCIA DEL SISTEMA FINANCIERO
EN LA ECONOMÍA.....6

II. EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

A. ASOCIACIÓN ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO
Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO REAL.....7

B. ETAPAS DE DESARROLLO FINANCIERO Y LA IMPORTANCIA
DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS.....11

1. El proceso de desarrollo financiero.....12

2. Regularidades históricas del desarrollo financiero.....14

3. Etapas de desarrollo financiero.....15

IV. ESTUDIOS EMPÍRICOS

A. APORTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO AL
CRECIMIENTO DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS.....17

B. APORTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO AL
CRECIMIENTO DE LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO.....17

1. Tipos de estructura financiera.....18

2. Cambios estructurales del sector financiero latinoamericano.....18

3. El sector financiero en el crecimiento económico de México.....19

4. El sector financiero en el crecimiento económico
de otros países en vías de desarrollo.....21

V. SÍNTESIS.....22

Referencias bibliográficas del primer capítulo.....22

Segundo capítulo

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y LA RELACIÓN ENTRE LAS VARIABLES REALES Y LAS FINANCIERAS EN LA ECONOMÍA

I. INTRODUCCIÓN.....26

II. LA DISCUSIÓN SOBRE EL PAPEL DEL DINERO, ACTIVOS NO MONETARIOS E INTERMEDIARIOS
FINANCIEROS NO BANCARIOS EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO.....26

<i>A. MONETARISTAS VERSUS KEYNESIANOS</i>	
1. Monetaristas.....	26
2. Keynesianos.....	28
3. La síntesis neoclásica.....	29
III. EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN LA TEORÍA DE GURLEY Y SHAW.....	30
IV. EL ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS	
A. MARCO TEÓRICO GENERAL.....	36
B. MODELO BASADO EN LA MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS	
1. Sectores económicos.....	39
2. Balance General Sectorial.....	41
3. Derivación del ahorro real por sectores económicos.....	41
4. Matriz de flujo de fondos.....	43
V. PRODUCTO NACIONAL Y ESTRUCTURA FINANCIERA.....	43
VI. SÍNTESIS.....	
Referencias bibliográficas del segundo capítulo.....	46
Apéndice I. Modelo de tres sectores con deuda indirecta.....	49
Apéndice II. Ingreso ajustado por sectores.....	56
Apéndice III. Matriz de flujo de fondos con revaluación de activos.....	57
Apéndice III. Cálculo de la razón de interrelaciones financieras propuesto por R. Goldsmith.....	58
Tercer capítulo	
LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DEL MODELO DE CRECIMIENTO COMPARTIDO (PRINCIPIOS DE REVISIÓN DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES) (1970-1976)	
I. INTRODUCCIÓN.....	59
II. COYUNTURA ECONÓMICA.....	59
III. COYUNTURA FINANCIERA.....	60
IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS.....	62
A. Financiamiento al sector "Gobierno".....	63
A.1. Flujo de fondos desde los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	63
A.2. Flujo de fondos desde la banca comercial.....	64
A.3. Flujo de fondos desde el Banco de México.....	64
B. Financiamiento al sector privado.....	65
B.1. Flujo de fondos desde la banca comercial.....	65
B.2. Flujo de fondos desde los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	65
C. Captación de recursos financieros desde el sector privado.....	66
C.1. Afluencia de fondos hacia la banca comercial.....	66
C.2. Afluencia de fondos hacia los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	66
V. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA.....	67
A. Razón activos del sistema financiero consolidado al PIB.....	67
B. Razón de los recursos por tipo de intermediarios	

financieros al total recursos del sistema financiero consolidado.....	68
C. Razón de las obligaciones por tipo de intermediarios financieros al total obligaciones del sistema financiero consolidado.....	69
VI. SÍNTESIS.....	71
Referencias bibliográficas del tercer capítulo.....	73
 <i>Cuarto capítulo</i>	
LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DE AUGE PETROLERO Y LA CRISIS DE 1982 (AGOTAMIENTO DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES)(1976-1982)	
I INTRODUCCIÓN.....	75
II. COYUNTURA ECONÓMICA.....	75
III COYUNTURA FINANCIERA.....	79
IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS.....	81
A. Canalización de fondos financieros hacia el sector privado.....	81
A 1. Por los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	81
A.2. Por la banca comercial.....	81
B. Canalización de fondos financieros hacia el gobierno.....	82
C. Captación de recursos financieros desde el sector privado.....	83
C 1.Por los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	83
C.2 Por la banca comercial.....	83
V PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA.....	85
A. Razón activos del sistema financiero consolidado al PIB.....	85
B. Razón recursos de los recursos por tipo de intermediarios financieros al total recursos del sistema financiero consolidado.....	86
B.1. Intermediarios no monetarios gubernamentales	86
B.2. Banca comercial.....	87
C. Razón de las obligaciones por tipo de intermediarios financieros al total obligaciones del sistema financiero consolidado.....	88
C.1 Intermediarios no monetarios gubernamentales.....	88
C 2. Banca comercial.....	89
VI. SÍNTESIS.....	89
Referencias bibliográficas del cuarto capítulo.	92
 <i>Quinto capítulo</i>	
LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DE LA TRANSICIÓN HACIA LA LIBERALIZACIÓN (1982-1988)	
I. INTRODUCCIÓN.....	94
II. COYUNTURA ECONÓMICA.....	94
III. PRINCIPALES DESARROLLOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO.....	98
IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS DEL PERIODO 1982-1988.....	100
A Canalización de fondos financieros hacia el sector privado.....	100

A.1. Por los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	100
A.2. Por la banca comercial.....	100
B. Canalización de fondos financieros hacia el gobierno.....	101
B.1. Por los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	101
B.2. Por la banca comercial.....	101
B.3. Por el Banco de México.....	102
C. Financiamiento externo.....	103
D. Captación de recursos financieros desde el sector privado.....	103
E. Los intermediarios no monetarios privados.....	105
V. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA.....	108
A. Razón activos del sistema financiero consolidado al PIB.....	108
B. El lugar de los intermediarios no bancarios privados dentro del sistema financiero .. .	109
C. Participación porcentual de los intermediarios no monetarios gubernamentales en el total de fondos del sistema financiero.....	110
D. Participación de la banca comercial en el total de activos y obligaciones del sistema financiero.....	112
V. SÍNTESIS.....	114
Referencias bibliográficas del quinto capítulo.....	116
Sexto capítulo	
LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA (1989-1993)	
I.	
INTRODUCCIÓN.....	118
II. COYUNTURA ECONÓMICA.....	120
III. PRINCIPALES DESARROLLOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO.....	122
IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS.....	126
A. Canalización de fondos financieros hacia el sector privado.....	126
A.1. Por los intermediarios no monetarios gubernamentales.....	126
A.2. Por la banca comercial.....	127
B. Canalización de fondos financieros hacia el sector gubernamental.....	127
B.1. Por los intermediarios no monetarios gubernamentales	127
B.2. Por la banca comercial ..	128
B.3. Por el Banco de México.....	128
C. Canalización de fondos desde los intermediarios no monetarios gubernamentales desde éstos hacia el sector "Intermediarios financieros" ..	128
D. Financiamiento externo	129
E. Captación de fondos financieros desde el sector privado.....	130
E.1. Intermediarios no monetarios gubernamentales.....	130
E.2. Banca comercial.....	130
F. Comportamiento de los intermediarios no bancarios privados.....	131
F.1. Participación porcentual de los intermediarios no bancarios privados en el total de recursos clasificados.....	131
F.2. Participación porcentual de los intermediarios no bancarios privados en las obligaciones clasificadas.....	132

<i>V. ANÁLISIS DE ALGUNOS COEFICIENTES BASADOS EN ACERVOS.....</i>	<i>132</i>
<i>A La razón de profundización financiera.....</i>	<i>132</i>
<i>B Participación de los intermediarios financieros no bancarios privados en el total de activos del sistema financiero..</i>	<i>133</i>
<i>C. Participación de los intermediarios no monetarios gubernamentales en el total de activos del sistema financiero.....</i>	<i>134</i>
<i>D Participación de la banca comercial en el total de activos del sistema financiero consolidado.....</i>	<i>136</i>
<i>VI. SÍNTESIS.....</i>	<i>138</i>
<i>POSTSCRIPTUM: LA CRISIS... ..</i>	<i>140</i>
<i>Referencias bibliográficas del sexto capítulo.....</i>	<i>142</i>

Séptimo capítulo

LOS CAMBIOS EN LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN EL PERIODO 1970-1993, RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO ECONÓMICO Y ALGUNOS ESCENARIOS EN EL MARCO DEL TRATADO DE LIBRE COMERCIO DE AMÉRICA DEL NORTE (TLCAN)

<i>I. INTRODUCCIÓN.....</i>	<i>146</i>
<i>II. CAMBIOS DE PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN LA ECONOMÍA MEXICANA (1970-1994).....</i>	<i>147</i>
<i>III. LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN EL TLCAN.....</i>	<i>158</i>
<i>IV. IMPORTANCIA DE LA ENTRADA DE INSTITUCIONES FINANCIERAS NORTEAMERICANAS PARA MÉXICO.</i>	<i>161</i>
<i>V. LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS EN EL TLCAN.....</i>	<i>163</i>
<i>VI. SÍNTESIS.....</i>	<i>165</i>
<i>POSTSCRIPTUM: LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y LA CRISIS DE 1994.....</i>	<i>166</i>
<i>Referencias bibliográficas del séptimo capítulo.....</i>	<i>167</i>

Octavo capítulo

CONCLUSIONES FINALES, RECOMENDACIONES Y SUGERENCIAS PARA ESTUDIOS POSTERIORES

<i>I. CONCLUSIONES.....</i>	<i>172</i>
<i>II. RECOMENDACIONES ..</i>	<i>177</i>
<i>III.SUGERENCIAS PARA ESTUDIOS POSTERIORES.....</i>	<i>178</i>

Apéndice estadístico

Bibliografía

PRIMER CAPITULO

EL SISTEMA FINANCIERO Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

I. INTRODUCCIÓN

Los objetivos de este capítulo son: a) Caracterizar el sistema financiero, sus elementos y su lugar en la economía de un país; b) Definir la interrelación entre el desarrollo financiero y crecimiento económico, y examinar la discusión que sobre la dirección de causa y efecto de esta interrelación, han tenido varios autores desde Adam Smith, hasta el presente; c) Presentar las etapas de desarrollo financiero y el lugar de los intermediarios financieros no bancarios en este proceso; d) Presentar un breve seguimiento de los estudios empíricos sobre la aportación del sector financiero al crecimiento económico de los países desarrollados y en vías de desarrollo, con énfasis especial en los estudios sobre México. La teoría expuesta en este capítulo servirá de base para presentar la interrelación entre las variables reales y las variables financieras en la economía.

II. CARACTERIZACIÓN GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y SUS ELEMENTOS

A. APARICIÓN DE LAS FINANZAS EN LA ECONOMÍA

Todo sistema económico se caracteriza por la producción, distribución y consumo de mercancías y servicios. En las economías primitivas sin dinero y sistemas financieros, la comercialización es igualmente incipiente y consecuentemente las unidades familiares son en su mayoría auto suficientes. El trueque predomina como forma de intercambio para complementar la producción local. El desarrollo del trueque conduce al desarrollo del mercado, así como a la aparición del dinero como equivalente general. A su vez la aparición del dinero estimula un mayor comercio, así como la especialización y la división de trabajo. De este modo la sociedad profundiza su crecimiento, avanzando a estados cada vez más altos de desarrollo y bienestar. Como resultado se incrementa la eficiencia del sistema económico y aumenta el volumen del producto disponible, se estimulan la inversión y el ahorro y crece la capacidad productiva. Inicialmente estos procesos se realizan con el apoyo de mecanismos informales de intermediación financiera como préstamos directos en base de contactos personales sin la utilización de documentos para formalizar las transacciones. Conforme la economía se va expandiendo se pierden los contactos personales y las formas directas de realizar préstamos se sustituyen en grado creciente por formas indirectas, con la utilización de dinero y documentos, los que finalmente dan paso a la creación de instituciones financieras especializadas.

Las primeras instituciones financieras que empiezan a intermediar en el sistema económico son los bancos comerciales. "Dicho metafóricamente las finanzas son el lubricante del proceso de crecimiento económico y el sistema bancario es el primer suministrador de financiamiento" (Cameron et al., 1967, p.2). La intermediación bancaria aumenta la razón del dinero al ingreso nacional, lo que implica una liberación de recursos

PRIMER CAPITULO

EL SISTEMA FINANCIERO Y EL DESARROLLO ECONÓMICO

I. INTRODUCCIÓN

Los objetivos de este capítulo son: a) Caracterizar el sistema financiero, sus elementos y su lugar en la economía de un país; b) Definir la interrelación entre el desarrollo financiero y crecimiento económico, y examinar la discusión que sobre la dirección de causa y efecto de esta interrelación, han tenido varios autores desde Adam Smith, hasta el presente; c) Presentar las etapas de desarrollo financiero y el lugar de los intermediarios financieros no bancarios en este proceso; d) Presentar un breve seguimiento de los estudios empíricos sobre la aportación del sector financiero al crecimiento económico de los países desarrollados y en vías de desarrollo, con énfasis especial en los estudios sobre México. La teoría expuesta en este capítulo servirá de base para presentar la interrelación entre las variables reales y las variables financieras en la economía.

II. CARACTERIZACIÓN GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y SUS ELEMENTOS

A. APARICIÓN DE LAS FINANZAS EN LA ECONOMÍA

Todo sistema económico se caracteriza por la producción, distribución y consumo de mercancías y servicios. En las economías primitivas sin dinero y sistemas financieros, la comercialización es igualmente incipiente y consecuentemente las unidades familiares son en su mayoría auto suficientes. El trueque predomina como forma de intercambio para complementar la producción local. El desarrollo del trueque conduce al desarrollo del mercado, así como a la aparición del dinero como equivalente general. A su vez la aparición del dinero estimula un mayor comercio, así como la especialización y la división de trabajo. De este modo la sociedad profundiza su crecimiento, avanzando a estados cada vez más altos de desarrollo y bienestar. Como resultado se incrementa la eficiencia del sistema económico y aumenta el volumen del producto disponible, se estimulan la inversión y el ahorro y crece la capacidad productiva. Inicialmente estos procesos se realizan con el apoyo de mecanismos informales de intermediación financiera como préstamos directos en base de contactos personales sin la utilización de documentos para formalizar las transacciones. Conforme la economía se va expandiendo se pierden los contactos personales y las formas directas de realizar préstamos se sustituyen en grado creciente por formas indirectas, con la utilización de dinero y documentos, los que finalmente dan paso a la creación de instituciones financieras especializadas.

Las primeras instituciones financieras que empiezan a intermediar en el sistema económico son los bancos comerciales. "Dicho metafóricamente las finanzas son el lubricante del proceso de crecimiento económico y el sistema bancario es el primer suministrador de financiamiento" (Cameron et al., 1967, p.2). La intermediación bancaria aumenta la razón del dinero al ingreso nacional, lo que implica una liberación de recursos

reales (Khatkhate, 1972).¹ La eficiencia del sistema es, sin embargo, limitada porque dichas instituciones, concentran sus operaciones en activos monetarios² y por ende, en ahorro y crédito a corto plazo (Ortiz, 1993B).

Un paso adelante en estos procesos es la creación de activos financieros no monetarios e instituciones especializadas en su manejo: bolsas de valores, organizaciones de seguro, fondos de pensión, mutualistas de ahorro, fondos de inversión, etc. Estas instituciones permiten la transferencia de fondos y recursos reales de las unidades superavitarias, en general los particulares, a las unidades deficitarias, especializadas en inversión, las empresas. Estas nuevas formas de intermediación estimulan el ahorro y perfeccionan la asignación de recursos en la economía (Gurley y Shaw, 1960). Ante todo, optimizan las asignaciones entre el uso para consumo corriente y el uso para inversión.

B. CARACTERIZACIÓN Y ELEMENTOS INTEGRANTES DEL SISTEMA FINANCIERO

Este breve seguimiento del desarrollo y perfeccionamiento de una economía primitiva hipotética a una desarrollada, nos permite delinear a rasgos generales los elementos integrantes de un sistema financiero contemporáneo, que vienen a ser los siguientes:

1. El dinero y los activos financieros no monetarios;
2. Las unidades de gasto que se dividen en grupos superavitarios (familias y/o particulares por lo general) y los grupos deficitarios (empresas que realizan inversiones);
3. Los intermediarios financieros monetarios y no monetarios que facilitan la transferencia de fondos de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias (Poindexter, 1980);
4. El gobierno que con el fin de promover el desarrollo y la estabilidad económica, regula a las instituciones financieras y fija las macropolíticas financieras nacionales³

Todo esto da lugar a un conjunto de lugares, instituciones y sistemas de comunicación que crean los mercados de compraventa de los activos financieros, por parte de ahorradores y consumidores en general, así como de las empresas y el gobierno.

En este respecto, el Banco Mundial (1989) da una clara caracterización de los sistemas financieros: "Los sistemas financieros proporcionan servicios de pagos, movilizan el ahorro y distribuyen el crédito; y limitan, combinan y negocian los riesgos

¹ Khatkhate (1972) sostiene que conforme los mercados de crédito no organizados basados en los contactos personales se reemplazan en grado creciente por préstamos indirectos que involucran el uso del dinero, la misma creación de dinero se convierte en un canal para transferir los excedentes de ahorro hacia los inversionistas. Los recursos reales liberados de tal manera reflejan la cantidad real de dinero mantenida voluntariamente y no se pueden generar simplemente con una oferta de dinero nominal.

² Primero los bancos facilitan el uso de la moneda, luego crean y desarrollan la confianza del público en la utilización del papel moneda, y finalmente logran que el público acepte los depósitos a la vista como una alternativa completamente aceptable de la moneda. Los activos monetarios se caracterizan por su gran liquidez y posibilidad de utilización inmediata como medio de intercambio, a diferencia de los activos no monetarios.

³ En general, el gobierno también es un grupo deficitario; pide prestado de los grupos superavitarios pues sus ingresos provenientes de los impuestos, no son suficientes para instrumentar sus políticas de desarrollo.

resultantes de dichas actividades. Esos diversos servicios los utilizan en distintas combinaciones, unidades familiares, empresas y gobiernos, y se suministran mediante toda una gama de instrumentos (circulante, cheques, bonos y valores) y de instituciones (bancos, asociaciones crediticias, compañías de seguros, montes de piedad y bolsas de valores). La contribución de un sistema financiero a la economía depende de la cantidad y calidad de sus servicios, y de la eficiencia con que los preste.

Los servicios financieros hacen que sea más barato y menos arriesgado comerciar con bienes y servicios, y contraer y otorgar préstamos. Sin ellos, una economía se vería confinada a la autosuficiencia (autofinanciamiento) y/o el trueque, lo que impediría la especialización productiva de la que depende la economía moderna. El tamaño de las unidades productivas quedaría limitado por la capacidad de ahorrar de los productores, los ingresos serían más bajos y las complejas economías industriales no podrían existir⁴

El uso eficaz de los recursos, el comercio exterior, el ahorro y la asunción de riesgos son las piedras angulares de una economía en ascenso. El financiamiento adecuado y eficaz es la clave de la inversión, y por ende, del crecimiento (Coats y Khatkhate, 1980, p. 6). Canalizar los recursos ahorrados hacia otros usos más productivos acrecienta el ingreso tanto del ahorrador, como del prestatario. La acción competitiva asegura que el riesgo se asigne a quién esté más dispuesto a asumirlo y que la inversión la realicen quienes cuentan con oportunidades más favorables (Smith, P.F., 1979, p. 195).

Aún cuando el sistema financiero aplica su intermediación a sólo una parte de los recursos invertibles totales,⁵ el papel que desempeña en la distribución del ahorro es de vital importancia, porque los sistemas financieros que funcionan eficazmente aminoran el costo de transferir recursos de los ahorradores a los prestatarios, con lo que sube la tasa pagada a los ahorradores y baja el costo para los prestatarios (Smith, G., 1982). La posibilidad para prestatarios y prestamistas de cotejar las tasas de interés de los distintos mercados mejora la asignación de los recursos. Y esto a su vez influye significativamente en la distribución de la riqueza.

C. MERCADOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Los mercados utilizados por las empresas para allegarse de fondos para sus gastos podemos denominarlos mercados de crédito e inversión.⁶ Las fuentes naturales de fondos son los fondos superavitarios y los ahorros de los hogares y las empresas. Pero en práctica los ahorradores individuales casi nunca prestan directamente a los prestatarios. Es muy difícil que coincidan las necesidades de los prestamistas y prestatarios individuales.

Con el fin de concentrar el ahorro y movilizarlo más eficientemente y en mayores volúmenes hacia la inversión, se ha desarrollado un segundo tipo de mercados

⁴ Véase: World Development Report 1989, Washington, D.C. Banco Mundial, 1989

⁵ Además de la parte manejada por los intermediarios financieros los recursos invertibles totales incluyen los recursos captados por el gobierno por medio del sistema impositivo y la colocación de valores gubernamentales, y los recursos de autofinanciamiento de las empresas.

⁶ Cabe aclarar al respecto que el crédito se refiere a los préstamos a corto plazo y debe ser utilizado para actividades operativas de las empresas. Las inversiones, en cambio se refieren a préstamos a largo plazo cuya intención es apoyar precisamente los proyectos de inversión de las empresas.

financieros. A este corresponde un sofisticado sistema de intermediarios financieros en el que unos se especializan en captar masivamente el ahorro y a su vez suministrar de fondos a otros intermediarios financieros quienes los canalizan a las unidades deficitarias en forma de créditos y préstamos. A estos mercados se les denomina mercados institucionales de ahorro (Smith, P.F., 1987, p. 4).

Los intermediarios financieros, por tanto, aparecen del lado de la demanda en los mercados institucionales de ahorro y del lado de la oferta en los mercados de crédito e inversión. Los intermediarios financieros ayudan a cerrar la brecha entre las necesidades y preferencias de ahorradores e inversionistas mediante la creación de deuda indirecta en forma de valores financieros adaptados a las necesidades y preferencias de los consumidores individuales (Goldsmith, 1968, pp. 27-28).

Los intermediarios financieros se especializan en la transacción de activos financieros. El término activos financieros se refiere tanto a los valores primarios como a los valores secundarios o indirectos. Los valores primarios son todas las obligaciones y acciones emitidas por las unidades no financieras, que pueden ser vendidas a prestamistas finales o intermediarios financieros (Gurley y Shaw, 1960). Los activos indirectos son las obligaciones y títulos emitidos por los intermediarios financieros, e incluyen dinero y valores indirectos no monetarios. El dinero es medio de cambio y puede ser obligación de los intermediarios monetarios. Los valores indirectos no monetarios son todas las demás obligaciones de los intermediarios financieros, esto es, obligaciones emitidas contra ellos mismos (Bennett, 1965, p.7). Las técnicas de intermediación convierten los valores primarios en valores indirectos para la cartera de los prestadores finales, es decir, los ahorradores (Ortiz, 1980, p. 262). Los ahorradores prefieren los valores secundarios porque éstos satisfacen mejor sus necesidades de liquidez, vencimiento y riesgo que los valores primarios (Gurley y Shaw, 1960, 1967; Bennett, 1965; Ortiz, 1980, 1993B). De hecho, la tenencia indirecta de valores primarios representa menos riesgo (Sayers, 1940).

D. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS Y NO MONETARIOS

Es importante aclarar que todos los intermediarios financieros crean activos financieros. Los intermediarios monetarios crean dinero cuando compran valores primarios; los intermediarios financieros no monetarios crean diversas formas de activos no monetarios cuando compran dinero. La diferencia entre el intermediario monetario y el no monetario no consiste en que uno crea y el otro no, sino en que cada uno crea su propia forma de deuda.⁷ Los activos financieros pueden ser negociables (p.ej. bonos, acciones, pagarés), o no negociables (p.ej. créditos bancarios o préstamos personales). Los activos financieros negociables tienen forma transferible como los pagarés o los certificados de participación, y se denominan, por lo general, instrumentos financieros, o valores (Drake, 1980, p. 10).

⁷ Esta es una importante aclaración hecha explícita por Gurley y Shaw (1960) en sus estudios pioneros sobre dinero, finanzas e instituciones financieras y luego seguida por otros autores, particularmente para resaltar el papel de los intermediarios financieros no monetarios (Bennett, Ortiz, Fischer, Bernanke y Lawn, Beckett y Morris, etc.) Estos autores son referidos constantemente en esta tesis y sus principales obras respecto a finanzas y desarrollo se listan en la bibliografía.

Los intermediarios financieros monetarios, en general, limitan las oportunidades de ahorro a títulos de corto plazo. Con la aparición de intermediarios no monetarios, el conjunto de posibilidades se amplía. Los ahorradores tienen mayores posibilidades de ahorrar de acuerdo a sus preferencias de liquidez, plazos de vencimiento, riesgos, etc. (Gurley y Shaw, 1960; Smith, P.F. , 1979; Goacher y Curwen, 1987). Como el sistema bancario se desarrolló primero, los bancos establecieron un sistema de sucursales, cámaras de compensación, etc., que proporcionan a los bancos economías de escala y familiaridad en el manejo del sistema de pagos; empero el cambio tecnológico está erosionando y puede ser hasta invirtiendo, las ventajas que tenían los bancos en este aspecto (Goodhart, 1987, p. 47). Así mismo, Peter Ireland (1994) sostiene que la demanda de activos cambia sistemáticamente conforme la economía crece (p. 50).

E. INNOVACIONES FINANCIERAS

En el proceso de disminución de la ventaja tradicional de la banca y la creciente importancia de los intermediarios financieros no bancarios, es crucial el papel de las innovaciones financieras, que comprenden la creación de instituciones financieras modernas, nuevos y diversificados activos financieros, y nuevos y perfeccionados servicios (Ortiz, 1993A). Las innovaciones financieras cambian los esquemas preestablecidos para la realización de las transacciones monetarias, comerciales, financieras y productivas, implementando nuevos y más atractivos instrumentos financieros en base del desarrollo de la informática y la tecnología de las comunicaciones (Watson, 1987). Así el ahorro se incrementa, adquiriendo los intermediarios financieros más fondos, disponibles a su vez para créditos y préstamos a las empresas, lo que amplía las posibilidades de inversión. Las innovaciones financieras pueden contribuir también para una distribución de ingreso más equitativa, permitiendo a la pequeña empresa accesos a financiamientos alternativos y a los pequeños ahorradores rendimientos más altos para sus recursos ahorrados (Mayer, 1982).⁸ Goodhart (1987) dice que debido a diversas innovaciones observadas con anterioridad, el monopolio bancario del sistema de pagos puede que esté llegando a su fin (p. 56) y lanza la idea que unidades monetarias de fondos colectivos de inversión promoverían la estabilidad del sistema financiero.

The Economic Council of Canada (El Consejo Económico de Canadá) clasifica las innovaciones financieras en las siguientes tres categorías amplias:⁹

- *Instrumentos para ampliación de mercado*, que aumentan la liquidez de los mercados y la disponibilidad de fondos atrayendo nuevos inversionistas y proporcionando nuevas oportunidades a los prestatarios.
- *Instrumentos para el manejo de riesgo*, que reubican los riesgos financieros hacia aquéllos que les son menos desagradables o que ya se han presentado y por lo tanto se tiene más capacidad de manejarlos.

⁸ En su trabajo Mayer presenta también la opinión de una minoría de economistas, como Henry Simmons, Edward Simmons, Albert Hart y Philip Cagan que consideran las innovaciones financieras como una amenaza a la estabilidad económica por borrar las fronteras entre el dinero y otros activos financieros.

⁹ *Globalization and Canada's Financial Markets* (Ottawa, Canada: Supply and Services Canada, 1989), p. 39. Citado por Fabozzi, Modigliani y Feiri (1996)

- *Instrumentos y procesos de arbitraje*, que permiten a los inversionistas y prestatarios aprovechar las diferencias en costos y retornos entre mercados que reflejan diferencias en la percepción de riesgos así como de información, gravación y reglamentación.

F. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Las unidades ahorradoras acumulan activos financieros de las unidades inversionistas o de los intermediarios financieros que transmiten los fondos movilizados hacia los inversionistas. En el transcurso del tiempo tal manera de prestar lleva a la profundización financiera, o sea al aumento de la razón de los activos financieros de todos tipos al ingreso y la riqueza con crecimiento paralelo de las razones de ahorro e inversión (Gurley y Shaw, 1955; Goldsmith, 1965, 1969; Patrick, 1966; Porter, 1966; Bennett, 1965; Ortiz, 1980; Fischer, Ortiz y Palasvirta, 1992).

La medición de la profundización financiera indica el grado de desarrollo financiero de un país, así como la contribución del sector financiero al crecimiento económico de un país. Se considera que la profundización financiera es mayor y asigna eficientemente los recursos mientras menores sean las restricciones a los mercados (Cabello, 1997, p. 120). Debido a la importancia de este indicador se han desarrollado varias medidas de profundización financiera.¹⁰ La creciente profundización financiera sirve de base para establecer las etapas históricas, así como para resaltar el papel de los intermediarios financieros no bancarios en este proceso.¹¹

G. LA IMPORTANCIA DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA ECONOMÍA

En resumen, un análisis del sistema financiero y sus diversos elementos revela su gran importancia para las economías nacionales. Los mercados financieros contribuyen al nivel agregado de la economía a través del "efecto de intermediación" (Smith, P.F., 1987) que se observa cuando un prestatario utiliza fondos que no hubieran sido gastados de otra manera. Cada gasto basado en fondos prestados ilustra potencialmente el efecto de intermediación porque el prestatario no hubiera sido capaz de realizar el gasto sin el préstamo, y el prestamista no hubiera utilizado los fondos para gastos corrientes. Los intermediarios financieros permiten a algunas empresas y ahorradores a gastar sus futuros ingresos antes de recibirlos y permiten a otros recibir ingresos sobre fondos guardados para gastos futuros (Poindexter y Jones, 1980). Esto agrega flexibilidad a las unidades de gasto para administrar en el tiempo sus recursos financieros de manera que coincidan mejor con sus necesidades a largo plazo (Smith, P.F., 1987, p. 87). La variedad de las formas para acumular riqueza aumenta y las unidades aversas al riesgo son estimuladas a canalizar recursos desde el consumo hacia la acumulación y la riqueza. El traspaso de recursos financieros de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias se

¹⁰ Las medidas de profundización financiera desarrolladas por Goldsmith (1965) se presentan en el Capítulo II, Parte C de esta tesis.

¹¹ Véase Capítulo I, Parte B.2 y B.3

fomenta, aumentando de tal manera el ahorro y la inversión (Ortiz, 1980, p. 262). Los ahorradores ganan de la diversificación de los portadores de riqueza y los inversionistas del acceso más fácil y barato a recursos adicionales.

En el aumento de la inversión agregada contribuyen: primero, el más eficiente traspaso de recursos financieros desde las unidades de ahorro hacia las unidades productivas (Dornbush y Reynoso, 1989), y sus asignaciones entre las distintas actividades según su rendimiento relativo, segundo, el incremento de la cantidad agregada de los fondos e ahorro transferibles debido a los nuevos activos financieros que proporcionan más altos rendimientos, menos riesgos y más liquidez (Patrick, 1966, p. 48). Tercero, los intermediarios financieros al especializarse en adquisición y asignación de fondos permiten que las empresas se especialicen en sus actividades productivas lo que a su vez redundará en un ahorro de sus recursos humanos, materiales y monetarios, y acelera sus ciclos productivos, siendo esto válido inclusive para los casos de financiamiento mediante títulos empresariales, pues las casas de bolsa y los bancos de inversión vinculan al ahorrador - inversionista con las empresas. Y cuarto, estableciendo canales adecuados de comunicación y transferencia en diversas regiones, los intermediarios financieros pueden facilitar el libre flujo de valores financieros en una economía, lo que fomenta la igualación de los factores de producción (McKinnon, 1983; Ortiz, 1980, p. 265; Stiglitz, 1990). Todo esto beneficia la economía en total llevando a mayor inversión, mayor productividad, mayor igualación de los factores de producción, y por ende, a un mayor crecimiento.

II. EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

A. ASOCIACIÓN ENTRE EL DESARROLLO FINANCIERO Y EL CRECIMIENTO ECONÓMICO REAL

La asociación entre el desarrollo real y financiero ha atraído la atención de los economistas desde el tiempo de Adam Smith (Smith, A., 1776).¹² Sin embargo, solamente en los últimos tres decenios los economistas (ante todo Goldsmith, Gurley, Shaw, Patrick, Porter, Ortiz, Fischer, Bernanke, Lawn) han tratado de explicar la lógica de la asociación entre desarrollo financiero y crecimiento económico real. La interrelación entre el desarrollo financiero y real se ha notado históricamente y se ha discutido teóricamente. A pesar de esto, no se ha llegado a algún consenso sobre la dirección de causa y efecto.

Gurley y Shaw (1967) parecen inclinarse hacia la opinión que el desarrollo financiero depende del crecimiento real, aunque reconocen también "el impacto

¹² Aquí usamos como referencia la obra reeditada en 1937, véase Smith, Adam "The Wealth of Nations", London, 1937, p. 281: "He oído, que el comercio de la ciudad de Glasgow se ha duplicado en cerca de quince años después de que se fundaron allí bancos por primera vez; y que el comercio de Escocia se ha cuadruplicado después de la fundación del primer banco en Edimburgo ... no puede haber duda que los bancos han contribuido en gran medida para este incremento."

retroactivo de las finanzas sobre el mundo real". Su punto de vista puede interpretarse como causa de doble sentido.

Las ideas de Goldsmith varían desde una expresión de agnosticismo al respecto para llegar a continuación a la idea que el desarrollo financiero promueve activamente el crecimiento real (Goldsmith, 1969, p. 48, 400).¹³

Porter (1966) sostiene que el crecimiento simultáneo de las partes reales y financieras de la economía no es un fenómeno independiente o accidental, sino que ambas partes se esfuerzan y fomentan mutuamente. El desarrollo económico según este autor no comprende solamente crecimiento en el sentido agregado, sino también aumento de la flexibilidad estructural, y para los dos lados del proceso es completamente necesario un sistema financiero desarrollado.

Galbis (1977) opina que el sistema financiero y las innovaciones financieras pueden contribuir mucho para el crecimiento económico antes que nada por medio de una perfeccionada asignación de recursos hacia los sectores económicos de más alta eficiencia.

Reconociendo la importancia del sistema sobre la magnitud, composición y utilización de los acervos de capital nacionales, Patrick (1966) propone una estrategia política para el desarrollo financiero de los países pobres, basada en la opinión de que el desarrollo financiero va estimular el desarrollo económico.

En las economías de poco desarrollo una gran parte de la riqueza real se mantiene por los individuos en formas improductivas como tierras e instrumentos agrícolas inactivos, productos duraderos, objetos de metales preciosos y activos financieros extranjeros. El primer objetivo de las finanzas en tales países debe ser el capturar y movilizar a estos recursos improductivos mediante activos financieros con mayor liquidez, divisibilidad y rendimientos que las formas tradicionales de guardar la riqueza. De esta manera aumentará la proporción de ahorro transferible (Patrick, 1966; Coats y Khatkhate, 1980), que es una fuente principal para la inversión. Estas políticas suponen la creación consiente de instituciones, instrumentos y servicios financieros anticipando su demanda. De aquí que Patrick (1966), Bhatt (1974), Galbis (1977) subrayan la importancia del aumento de la razón de los activos financieros al total de ahorros del sector de los hogares. Igualmente, el Banco Mundial (1989) especifica que la mayor diferencia entre los países ricos y pobres es el grado de eficiencia con que han hecho uso de sus recursos, y que la contribución del sistema financiero al crecimiento estriba precisamente en su aptitud para incrementar dicha eficiencia.

Bennett (1965) sostiene que las actividades de los intermediarios financieros, o bien el incremento en la cantidad de valores indirectos llevan al aumento de la demanda de activos financieros en total. Las preferencias de los intermediarios particulares por prestatarios y las preferencias de estos prestatarios por bienes determinan cuales demandas serán afectadas. La modificación de las demandas particulares afectará a su vez al producto.

¹³ Goldsmith argumenta que las instituciones financieras pueden incrementar el total del ahorro e inversiones sobre los niveles que se hubieran dado en ausencia de los créditos y empréstitos de las instituciones financieras. Este argumento se sostiene ante todo por el hecho que la mayoría de los ahorradores y prestamistas prefieren tener activos de los intermediarios financieros en vez de los valores primarios emitidos por los inversionistas (Goldsmith, 1969, p. 395-7).

Ortiz (1980), en acuerdo con Goldsmith (1969), llega a la conclusión que la intermediación financiera implica un proceso de "transformación" de los fondos que es económica, aunque no tecnológicamente, equivalente a la transformación que tiene lugar en la producción de mercancías y servicios. En una de sus recientes obras el mismo autor (Ortiz, 1993B) sostiene que la innovación en el financiamiento es un factor determinante para que las economías tradicionales (en donde los ingresos per capita se mantienen bajos por largos períodos de tiempo) se conviertan en economías transicionales en donde el ingreso real per capita aumenta significativamente.

Gupta (1984), en base de un estudio empírico llega a la conclusión, "que la casualidad va desde el desarrollo financiero al desarrollo real, lo que indica, así, un papel activo del sector financiero."¹⁴ Kitchen (1990) reconociendo la importancia del desarrollo financiero sostiene, sin embargo, que la eficacia y el uso eficiente de las finanzas no pueden ser nunca una condición suficiente para el crecimiento económico (p. 89).

Es importante también destacar los estudios de Tobin (1965). Tobin modeló el crecimiento económico, ampliando el modelo de crecimiento de Harrod - Domar¹⁵ con la introducción del dinero. La introducción del dinero en el modelo de crecimiento resalta el efecto que los ahorradores pueden sustituir en sus carteras el capital productivo por el dinero. En el caso más sencillo el dinero es un sustituto perfecto del capital. Para que haya inversión la productividad marginal del capital debe representar el rendimiento implícito del dinero. Esa tasa requerida de rendimiento no se justifica si no hay activo sustituto.¹⁶

En base de los estudios anteriormente expuestos muchas veces se propuso la promoción de un sólido sector financiero en los países en vías de desarrollo. Sin embargo, en la mayoría de los casos se llegó a una fuerte participación estatal y regulación estricta del sector financiero lo que provocó varios efectos negativos para su crecimiento sostenido. Debido a esto autores como McKinnon (1973) y Shaw (1973)¹⁷ analizan en sus obras la economía en desarrollo financieramente reprimida. El argumento central es que la represión financiera reduce "la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero en relación con las magnitudes no financieras. En todos casos, esa estrategia ha interrumpido, o retrasado gravemente los procesos de desarrollo" (Shaw, 1973).

McKinnon considera que por las grandes discrepancias que registran las tasas de rendimiento, es un grave error considerar al desarrollo simplemente como a una acumulación de capital homogéneo de productividad uniforme, y define al "desarrollo

¹⁴ Citado por Kitchen, 1990, p. 104

¹⁵ En su modelo Domar definió una trayectoria de crecimiento sostenible en que todo el capital provisto por la inversión anterior es utilizado, sin que tampoco haya deficiencia alguna de capital. La tasa garantizada de crecimiento que introduce Harrod involucra también este concepto de equilibrio. El uso del acelerador necesariamente excluye el capital excedente: la inversión es hecha en la cuantía exacta requerida para elaborar la producción de cada período. Además se introduce una tasa de equilibrio adicional: la existente entre la demanda y la oferta de la producción corriente.

¹⁶ Tobin considera la asignación de un flujo fijo de ahorros entre dos activos, dinero y capital físico. Un incremento en el nivel de inflación baja los rendimientos reales del dinero, provocando que los agentes sustituyan el efectivo por capital. Esto es el efecto de Tobin: los niveles más altos de inflación se asocian con un mayor acervo de capital y un nivel más alto de ingreso per capita.

¹⁷ Los modelos de McKinnon y Shaw se desarrollan posteriormente por Kapur (1976), Galbis (1977), Fry (1977), Mathieson (1980).

económico" como la reducción de la gran dispersión de las tasas de rentabilidad social de las existentes y nuevas inversiones. Esta dispersión de las tasas de rentabilidad se nivela mediante la actividad oportuna de los intermediarios financieros (McKinnon, 1973).

Shaw (1973) y Stiglitz (1988) sostienen que la incrementada intermediación financiera entre ahorradores e inversionistas resultante de la liberalización financiera y del desarrollo financiero aumenta los incentivos para ahorrar e invertir, y eleva la eficiencia promedio de la inversión. Esta opinión se comprueba en las estimaciones econométricas de los efectos a corto plazo de los programas de estabilización, realizadas por Wijnbergen (1982) y Fry (1990), para los casos de Corea y Turquía, respectivamente. Sin embargo, las medidas de liberalización financiera tienen que estar acompañadas con adecuadas políticas macroeconómicas para garantizar la estabilidad de la economía.¹⁸

Complementando todas las afirmaciones anteriores hay que destacar el papel de los mercados incompletos y de la información incompleta. Bernanke y Gertler (1990) dicen que en ausencia de instituciones de intermediación financiera, por problemas de información los mercados financieros estarían incompletos. Especializándose en la recopilación de información sobre proyectos de inversión, así como asumiendo el riesgo de los ahorradores, los intermediarios financieros ayudan a reducir las imperfecciones del mercado y mejoran la asignación de recursos. Debido a esto los cambios del nivel de intermediación financiera debidos a políticas monetarias, restricciones legales u otros factores pueden tener significativos efectos reales sobre la economía. En esta relación Bernanke (1983) argumentaba que la severidad de la Gran Depresión se debió en parte a la disminución de servicios financieros por el colapso del sistema bancario en 1930-33. Por su parte concentrándose en el financiamiento bursátil y acotándolo a la integración de México con Canadá y Estados Unidos (TLCAN), Fischer, Ortiz y Palasvirta (1995) sostienen que México puede encontrar obstáculos en sus esfuerzos por desarrollar empresas altamente competitivas si éstos no van acompañados de reformas que fortalezcan su mercado de capitales y que muy en particular coadyuven a eliminar las *asimetrías en la información* entre los propietarios actuales de las empresas mexicanas y los inversionistas locales, regionales e internacionales en general (p. 8, *itálico del autor*).

Peter Ireland (1994) presenta un enfoque alternativo para estudiar la relación entre el dinero y crecimiento, elaborando un modelo que examina los efectos de la acumulación de capital sostenida sobre un sistema de pagos en evolución (en adición a los efectos convencionales de la inflación sobre el crecimiento) y llega a la conclusión que, los efectos más pronunciados van no en dirección del dinero al crecimiento, sino del crecimiento al dinero (p. 47).

En conclusión, las fuerzas productivas y las relaciones de producción, como base de la economía, mediante su desarrollo económico y tecnológico crean la demanda creciente por los servicios financieros que como parte de la superestructura económica siguen en rasgos generales las tendencias de desarrollo de la base.

Sin embargo, el desarrollo financiero creando la oferta por anticipado de sus servicios y productos puede no sólo facilitar, sino también fomentar fuertemente el

¹⁸ Para un estudio detallado de las razones del fracaso de las políticas de la liberalización financiera en varios países latinoamericanos en los años 70 véase Carlos Díaz-Alejandro "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash" (1985)

crecimiento económico incrementando la cantidad y/o la calidad de utilización del total de capital real y humano nacional. Para estimar esta fuerza hay que considerar hasta que grado el desarrollo financiero: primero, aumenta la cantidad del ahorro real transferible y la formación de capital partiendo de un determinado ingreso nacional; segundo, aumenta la productividad de la inversión agregada perfeccionando su asignación (Drake, 1980, p. 35); y tercero, aumenta la afluencia neta de capital del extranjero.¹⁹

No podemos olvidar que sin sistema financiero no hay economía, lo que otorga a este sector un carácter único y exclusivo en la estructura económica (Gutiérrez, 1995, p. 246). El sistema financiero es un elemento clave de la superestructura económica que puede influir decisivamente sobre el desenvolvimiento de la base mediante el efecto de retroalimentación, porque está en condiciones de afectar positiva o negativamente las variables claves de la economía real, y en primer lugar la magnitud, asignación y empleo eficaz de la inversión como principal fuerza productiva.

B. ETAPAS DE DESARROLLO FINANCIERO Y LA IMPORTANCIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS

Después de la Segunda Guerra Mundial, cuando se empezó a estudiar el crecimiento económico de los países en desarrollo, predominaba el enfoque keynesiano para analizar el papel de las finanzas y las políticas monetarias. La subutilización de recursos durante la depresión económica se igualaba al subdesarrollo de recursos en los países en vías de desarrollo. La recomendación natural para la formulación de buenas políticas financieras era la expansión de la oferta de dinero y las bajas tasas de interés. Este punto de vista predominó por mucho tiempo, hasta que las presiones inflacionarias que provocaba la expansión monetaria empezaron a retardar el crecimiento de los países en vías de desarrollo. Como muchas veces ocurre en tales situaciones, los enfoques hacia las políticas financieras cambiaron al otro extremo, sugiriendo que el paradigma keynesiano era completamente irrelevante y que la antigua escuela cuantitativa podía ofrecer decisiones más adecuadas en el ámbito financiero.

Sin embargo, la aplicación de las prescripciones simplistas derivadas de las economías keynesiana y de la teoría cuantitativa no dieron los resultados esperados. Como consecuencia surgieron dudas sobre la relevancia de los elementos básicos de la teoría monetaria (Coats y Khatkhate, 1980, p. 4) para las condiciones específicas de los países en vías de desarrollo y que había que buscar alternativas. Sin embargo, el aumento de la experiencia en el manejo del dinero, crédito y valores, así como el desarrollo de activos financieros de innovación en los países en vías de desarrollo mostraron que lo que se necesitaba no eran nuevos conceptos sino nuevas maneras de interpretarlos.

El papel de los activos financieros en los países en desarrollo no tiene que exagerarse pero tampoco debe subestimarse. Las funciones tradicionales del dinero como medio de intercambio y almacenamiento de valor siguen siendo importantes en los países en desarrollo, pero su función de conducir los recursos de los ahorradores a los

¹⁹ Ortiz y Errunza (1995) sostienen que el doble papel de los mercados de capital emergentes en los países en vías de desarrollo consiste en la movilización más amplia y eficiente del ahorro y la inversión nacional, y la movilización y asignación eficiente de los recursos internacionales hacia las empresas locales (p. 3)

inversionistas es crucial para entender su contribución al desarrollo (Gurley y Shaw, 1955, 1956 y 1960). En este mismo sentido hay que buscar el papel principal de los demás activos financieros y de las instituciones financieras; si faltan los canales efectivos para conducir el ahorro de las unidades superavitarias a las unidades que tienen mayores necesidades de recursos para invertir, entonces no se pueden alcanzar los niveles adecuados y deseados de crecimiento económico, puesto que el ahorro permanece estéril o mal colocado. Si el objetivo es acelerar el crecimiento económico, es muy importante que los recursos ahorrados por el sector superavitario se destinen a la utilización más productiva posible y que la cantidad de estos recursos aumente (Coats y Khatkhate, 1980, p. 6). Ambos objetivos requieren la creación de activos financieros más atractivos para el sector superavitario, lo que implica nuevas formas de intermediación financiera e innovación financiera en general.

Para investigar la relación entre el ahorro e inversión, con el objetivo de acelerar el desarrollo económico en los países en vías de desarrollo, además de los modelos construidos, se han realizado varios estudios históricos e institucionales, así como estudios transversales y estudios comparativos. Todos ellos resaltan la importancia de los mercados e intermediarios financieros en el desarrollo económico y coadyuvan a identificar diferencias en las sistemas financieros según su etapa de desarrollo. Por lo tanto es posible identificar las características que debe tener un sistema financiero para convertirse si no en el principal, si en uno de los principales factores que inducen al despegue al desarrollo (Ortiz, 1993B, pp. 1-2).

1. El proceso de desarrollo financiero

Como se indicó anteriormente J.G. Gurley y E.S. Shaw desarrollaron análisis precisos sobre el papel del financiamiento y particularmente de los intermediarios financieros no bancarios en el desarrollo económico que tiene importantes implicaciones para la teoría monetaria, y que aquí merecen ser rescatados.²⁰

Gurley y Shaw parten del hecho de que el desarrollo económico en la práctica está acompañado por un proceso de desarrollo financiero en el cual los valores primarios se vuelven diferenciados y entonces surgen los intermediarios financieros (de los cuales los bancos comerciales son solamente una especie), cuya función es permitir a los tenedores de activos mantener indirectamente los valores emitidos por los deudores finales en la forma más atractiva de pasivos emitidos por los intermediarios. En contra de la corriente principal de las teorías monetarias clásica y keynesiana, que tratan a la estructura financiera como de importancia secundaria y sólo vinculan la demanda de dinero a la tasa de interés de largo plazo o a la tasa de rendimiento sobre el capital real, Gurley y Shaw sostienen que la teoría monetaria debe tener en cuenta estos detalles de organización y desarrollo financiero, puesto que afectan a la demanda de dinero. En particular,

²⁰ Algunos de sus trabajos más importantes son "Financial Aspects of Economic Development" (1955), "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process" (1956) que posteriormente fueron consolidados en "Money in the Theory of Finance". Sus estudios sirvieron de base para otros autores anteriormente citados (ver nota 5).

argumentan que debido a que los intermediarios financieros no bancarios generalmente ofrecen pasivos que son sustitutos más cercanos del dinero que los valores primarios, y ellos mismos mantienen pequeñas reservas de dinero, su crecimiento tiende a reducir la demanda de dinero.²¹ Una implicación de este análisis, que se hace más notoria en sus afirmaciones acerca de la política monetaria que en su teoría, es que la "cantidad de dinero" relevante para la teoría y la política monetaria debería incluir los pasivos de los intermediarios financieros no bancarios. Su afirmación por lo tanto sugiere que la explicación de la demanda de dinero requiere la introducción de las cantidades o de los rendimientos de los pasivos de los intermediarios no bancarios.²²

Al respecto, la importancia de los intermediarios financieros no bancarios en el crecimiento económico de un país en desarrollo, puede resaltarse identificando el proceso de desarrollo financiero²³ presentando su descripción analítica hecha por Gurley y Shaw y las regularidades históricas de este proceso aportadas por Goldsmith y Ortiz.

En la primera etapa, hace su aparición el dinero externo, o dinero - mercancía, o sea el dinero totalmente respaldado por la deuda pública. Tan rudimentario financiamiento limita el proceso de desarrollo económico: "Sin más activos financieros que el dinero, quedan sometidos a serias restricciones el ahorro, la acumulación de capital y la eficaz distribución del ahorro destinado a inversión, todo lo cual deprime la tasa de crecimiento del producto y del ingreso". (Gurley y Shaw, 1960).

En la segunda etapa aparecen las acreencias directas y el dinero interno, o sea el dinero respaldado por deuda privada. Si bien lo primero que se usó como principal fuente de financiamiento de la industria tanto en Inglaterra, durante la revolución industrial, como en Estados Unidos, fueron las acreencias directas, tales como bonos y acciones, en Europa Continental y en los países en desarrollo la fuente principal de fondos de inversión fueron los títulos crediticios indirectos, originados en las obligaciones emitidas por instituciones financieras, en especial pasivos de depósito.

La tercera etapa comprende la proliferación de diversos títulos de crédito financieros emitidos por instituciones financieras y no financieras. Tanto prestatarios como prestamistas encuentran ventajas en la diferenciación y diversificación: "El desarrollo de las técnicas financieras crea sustitutos de los préstamos, que acrecientan, para los deudores o acreedores, o para ambos, las ganancias del comercio de fondos prestables. Existen dos grandes clases de técnicas financieras. Las técnicas distributivas (acopio y difusión de información, incluyendo servicios de corretaje) aumentan la eficiencia de los mercados en que los prestatarios finales venden y los prestamistas finales compran valores primarios. Las técnicas intermediarias permiten la entrada de las instituciones financieras en la compra-venta de los valores primarios de las carteras de los

²¹ Véase Becketty y Morris (1993) para un interesante estudio sobre la sustituibilidad entre los préstamos bancarios y no bancarios en EE.UU. y Laderman (1993) sobre la competencia entre intermediarios bancarios y no bancarios en préstamos empresariales a corto plazo en EE.UU.

²² Varios autores últimamente coinciden que la explicación de la demanda de dinero con el crecimiento económico, tiende a incluir siempre más amplios agregados monetarios, p.e. Wicksell (1978), Stone y Thornton (1987), Prescott (1987), Jones y Manuelli (1990), Marquis y Reffet (1992), Schreft (1992)

²³ El desarrollo financiero comprende la expansión y la creación de la estructura financiera (instituciones, instrumentos y activos) en el tiempo. (Véase Drake, 1980, p. 23)

prestamistas finales. Ambas técnicas desempeñan un papel esencial en la determinación de la estructura de los valores primarios." (Gurley y Shaw, 1960).

Goldsmith (1969) sostiene en el aspecto cualitativo que la ruta del desarrollo financiero (elementos integrantes de los sistemas financieros y etapas de desarrollo) es altamente uniforme para todos los países; éstos siguen a rasgos generales los dos esquemas representativos: el de Inglaterra, con un mercado de valores altamente desarrollado, y el de Alemania, con grandes bancos comerciales fuertemente entrelazados con las empresas industriales.²⁴ Sin embargo, a pesar de la similitud en este aspecto cualitativo, en lo que se refiere al aspecto cuantitativo (los distintos niveles de sofisticación y desarrollo) los sistemas financieros de los distintos países presentan características muy diferentes. La importancia del aspecto cuantitativo del desarrollo financiero tiene actualmente mucho más importancia que a fines del siglo XIX y principios del siglo XX, debido a que en aquél entonces no existía un número importante de empresas separadas de los hogares y por consecuentemente, la separación entre el ahorro y la inversión era muy limitada.

2. Regularidades históricas del desarrollo financiero

Las regularidades históricas que se observaron en el desarrollo financiero a nivel mundial durante los últimos doscientos años fueron señaladas por Goldsmith (1969) y en síntesis son las siguientes:

1. La razón de interrelación financiera (fondos financieros/riqueza nacional) aumenta con el crecimiento económico del país. Dicho con otras palabras, la estructura financiera crece más rápido que la riqueza nacional (y el producto nacional).

2. Eventualmente la razón de la interrelación financiera tiene niveles alrededor de 1, probablemente hasta 1.5.

3. Normalmente la razón de interrelación financiera es más baja en los países menos desarrollados que en los industrializados.

4. El valor de la razón de interrelación financiera refleja el grado de especialización de la economía tanto a nivel productivo como a nivel financiero.

5. La participación de los intermediarios financieros en la propiedad de activos financieros aumenta con el incremento del desarrollo económico.

6. La propiedad de activos fijos es ante todo institucional pero la propiedad de acciones es ante todo individual (sin embargo, cabe observar que la posesión institucional de las acciones ha aumentado significativamente en los últimos decenios en varios países).

7. El desarrollo financiero empieza con el sistema bancario y depende especialmente de la difusión del dinero escriturado que provee el sistema bancario. El coeficiente de interrelación del dinero (y de todos sus componentes: moneda, depósitos)

²⁴ Refiriéndose a las fronteras del desarrollo capitalista mundial y que se espera continúen en el Siglo XXI, de modo semejante Michel Albert (1992) reconoce la existencia de dos patrones de desarrollo financiero - el modelo Renano y el modelo Americano, siendo el primero característico para los países de Europa Continental y Japón, y el segundo para los países anglo-americanos. Para un buen análisis de las ventajas comparativas de ambos modelos véase también Edwards y Fischer (1994).

con la riqueza nacional primero sube con el crecimiento, pero a continuación eventualmente se nivela o declina.

8. Cuando los países se convierten en altamente desarrollados, la participación del sector bancario en los activos del sector financiero declina, mientras que la de las instituciones más nuevas y especializadas, como las compañías de seguro, fondos de pensión, fondos de inversión, etc. aumenta. De tal manera, en las economías desarrolladas los activos financieros del sistema bancario tienen menos valor que los activos financieros de los intermediarios financieros no bancarios, y viceversa, en los países menos desarrollados.

9. Las relaciones financieras externas, dedicadas a proveer recursos o a realizar inversiones en el extranjero, han sido de importancia sustancial en el desarrollo de la mayoría de los países.

10. La transferencia de técnicas financieras desde los países industrializados a los países en vías de desarrollo ha sido frecuente.

11. El costo real de obtener financiamiento es más bajo en los países con un sistema financiero desarrollado, que en los países que no cuentan con un sistema financiero tan desarrollado.

12. Durante largos períodos, en la mayoría de los países se observa un paralelo entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero. Sin embargo, la dirección de causa y efecto no está claramente establecida.

A estas regularidades valdría la pena añadir algunas tendencias observadas en las últimas tres décadas, mismas que podrían marcar el desarrollo de las finanzas en el futuro:

13. Globalización de las finanzas, que es un proceso irreversible del entrelazamiento y la interrelación de las finanzas internacionales. La internacionalización del capital dinerario es el resultado de los procesos de innovación y desregularización financiera, así como de la aparición de una nueva base tecnológica, que han erosionado las barreras nacionales y facilitado la interconexión de los mercados accionarios y los títulos de deuda, obligando a una modificación de las estructuras de regularización y acrecentando el proceso de homogeneización de las instituciones.

14. La propiedad de acciones se ha vuelto principalmente institucional (a diferencia de la prevaeciente propiedad individual observada por Goldsmith en el punto 6).

15. Se observa una tendencia a nivel mundial hacia la creación de banca universal que reemplaza cada vez más a la banca comercial tradicional.

16. Se observa el desarrollo de una serie de nuevas formas de intermediarios financieros no bancarios como afianzadoras, arrendadoras, empresas de factoraje, etc.

17. Se observa un creciente desarrollo de mercados de capital emergentes, que desempeñan actualmente el papel principal en el financiamiento internacional de los países en vías de desarrollo.

3. Etapas de desarrollo financiero

Una sistematización de las etapas de desarrollo financiero ha sido presentada recientemente por Ortiz (1995). La clasificación presentada por este autor es muy valiosa,

puesto que está basada en una larga serie de trabajos empíricos que tratan sobre la estructura financiera y la profundización financiera, por ejemplo Gurley y Shaw (1957, 1960), Gurley (1968), Shaw (1973), Goldsmith (1969, 1972), Bennett (1965), Ben Amor (1974), Burns (1967), Powers (1971), Ortiz (1977, 1980, 1993), Townsend (1983), Kindleberger (1984), Patrick (1984), Kitchen (1986), Fry (1990).²⁵

Las siete etapas de desarrollo financiero, tendientes a destacar el papel de los mercados de capital, presentadas por Ortiz (1995) se caracterizan por una creciente profundización financiera y se pueden sintetizar de modo siguiente:

1. *Prefinanciera*. En esta etapa no existen mercados, instituciones o títulos financieros, ni tampoco medidas de profundización financiera. El trueque predomina para el intercambio de bienes y servicios, aunque ya aparecen algunas formas de dinero rudimentario.

2. *Embrogencia Financiera*. Aparecen los mercados reales y el dinero, que se usa como equivalente general, normalmente en forma metálica. El ahorro aparece como atesoramiento primitivo y el crédito aparece canalizado a través de mercados informales e incipientes intermediarios financieros. La producción per capita permanece baja y relativamente constante. La profundización financiera es muy baja.

3. *Monetaria Transicional*. Aparecen los intermediarios financieros monetarios y sus activos. El crédito propicia mayor actividad económica y empieza un intercambio con otras sociedades. Los mercados financieros formales coexisten con los informales. El producto per capita se incrementa lentamente. Las razones de intermediación financiera permanecen por debajo de la unidad, pero marcan un crecimiento, que revela la creciente importancia de los mercados e instituciones financieras en el desarrollo económico.

4. *Posmonetaria Transicional*. Aparecen los intermediarios financieros no monetarios, pero permanecen de un alcance limitado,. La banca comercial se acerca a la madurez, También aparecen los mercados de capital, pero canalizan insignificantes cantidades de ahorro a la inversión. El producto per capita se incrementa a tasas moderadas e irregularmente. Las inversiones se financian por lo general con utilidades retenidas y depreciación, pero el crédito de la banca comercial aumenta. El uso de crédito bancario provoca una gran sensibilidad de las empresas a los cambios en el ciclo económico, debido a los problemas relacionados con el refinanciamiento del crédito bancario que es de corto plazo, por naturaleza. El gobierno empieza a regular la intermediación financiera. Las razones de profundización financiera son mayores a la unidad, pero permanecen debajo de dos.

5. *Financiamiento de Despegue*. La persistencia de la generación de excedentes económicos conduce a un desarrollo acelerado, así como al rápido cambio tecnológico. Pueden aparecer algunos sectores líderes de la economía. Las necesidades de ahorro e inversión se incrementan. Las instituciones financieras tienen un papel clave en estos procesos de cambio. La consolidación de los mercados de endeudamiento a largo plazo y accionario permiten una más eficiente movilización del ahorro e inversión. Así el sector financiero se caracteriza por una creciente importancia de los intermediarios no monetarios y mercados de capital "emergentes" muy dinámicos. Los coeficientes de profundización financiera son ahora más significativos, cercanos a dos, revelando la

²⁵ Los estudios de algunos de estos autores están presentados en la sección siguiente.

importancia del sector financiero. El financiamiento corporativo cambia de financiamiento primariamente bancario a financiamiento con fuentes de mercados de capital. El financiamiento accionario se incrementa.

6. *Intermediación Financiera Madura*. Los mercados e instituciones financieras están plenamente desarrollados y hay una permanente innovación de productos y servicios. Los títulos financieros constituyen los vehículos básicos para vincular el ahorro y la inversión. La corporación pública es la forma preferida de propiedad de las empresas; amplios sectores de la población poseen títulos financieros emitidos por las empresas para sostener su crecimiento. Las razones de profundización financiera son superiores a dos.

7. *Intermediación Financiera Decadente*. Una caída relativa, frente a otros países, en la innovación tecnológica y la competitividad, crea crecientes brechas entre el ahorro y la inversión. La sociedad produce y consume más allá de su capacidad, llenando dichas brechas con financiamiento externo, déficit comerciales y déficit fiscales. Los mercados e instituciones financieras no pueden revertir las tendencias, e inclusive pueden profundizarlas. La persistencia de estas condiciones puede llevar a tasas de crecimiento bajas y al estancamiento.

IV. ESTUDIOS EMPÍRICOS

A. APORTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO AL CRECIMIENTO DE LOS PAÍSES DESARROLLADOS

Los postulados de la teoría de la intermediación financiera están comprobados con investigación empírica. Los primeros trabajos se ocuparon de la aportación del sector financiero al crecimiento de los países desarrollados. Por ejemplo, Gurley y Shaw (1957) determinan que la razón de la deuda indirecta al ingreso nacional, en Estados Unidos, aumentó de 0.03 en 1850 a 0,71 en 1952. En los mismos años la razón circulante monetario/ingreso nacional fue de 0.14 y 0.61 respectivamente, y la razón valores primarios/ingreso nacional creció de 0.80 a 2.59 entre 1850 y 1952. (O sea, la deuda primaria y el dinero tuvieron más lento crecimiento.) Durante el período señalado el endeudamiento aumentó y los intermediarios no monetarios asumieron por tanto una mayor responsabilidad para ofrecer diversos valores indirectos y demandar deuda primaria para financiar el desarrollo; el crecimiento de los intermediarios no monetarios alivió la carga sobre el crecimiento real de una deuda primaria acumulativa y redujo los requisitos de crecimiento del sistema monetario (Gurley y Shaw, 1957; Ortiz, 1980).

B. APORTACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO AL CRECIMIENTO DE LOS PAÍSES EN VÍAS DE DESARROLLO

Varios estudios han tenido como objetivo a definir el papel de la intermediación financiera en los países en vías de desarrollo. Así, en un análisis de cortes transversales de 70 naciones, para el período 1953 - 1961, Gurley (1968) reporta que los intermediarios financieros de los países con alto PNB per capita tienen altos depósitos monetarios; para

el caso de los intermediarios financieros de naciones con alto PNB per capita, los depósitos no monetarios son más altos que los monetarios.

1) Tipos de estructura financiera

Como investigación empírica más importante acerca de la estructura financiera podemos definir la de Goldsmith (1969). El autor analiza la razón de interrelaciones financieras (RIF) y otras relaciones financieras desglosadas de 35 naciones para ciertos años representativos entre 1880 y 1973. La conclusión de este estudio es que los diferentes niveles de la tasa de interrelaciones financieras encontrados en las economías investigadas están asociados a tres tipos distintos de estructuras financieras.

Primero, las economías industrializadas de hoy en sus primeras etapas de desarrollo financiero se caracterizaron por una baja RIF, que varía entre 0.20 y 0.50. Este tipo de estructura financiera se caracteriza por el predominio de préstamos sobre acciones ordinarias, la participación relativamente baja de las instituciones financieras en todos los valores financieros y el predominio de los bancos comerciales entre las instituciones financieras (Goldsmith, 1969).

Un segundo tipo de estructura financiera caracteriza las actuales economías de desarrollo. Aquí también, la razón de interrelaciones financieras es baja y fluctúa entre 0.5 y 0.75. Como en el caso anterior, los préstamos exceden en mucho a las acciones comunes y los bancos predominan entre las instituciones financieras. Sin embargo, el gobierno y las instituciones financieras gubernamentales tienen un papel significativo. El nivel de producción es más elevado que en el caso anterior, pero el ahorro interno y la formación de capital son bajos en comparación con Europa Occidental y Norteamérica cuando estas regiones tuvieron una estructura financiera similar (Goldsmith, 1969; Ortiz, 1980).

Un tercer tipo de estructura financiera es el de los países industrializados. Se caracteriza por una RIF que fluctúa entre 0.75 y 1.7, y en ocasiones con límites superiores de hasta 2. Este tipo de estructura financiera se caracteriza también por una razón más elevada de acciones y obligaciones (aún cuando las obligaciones representan todavía más de dos tercios del total de los valores financieros), por una participación mayor de las instituciones financieras en los activos financieros totales y por una diversificación aumentada entre las instituciones financieras, de manera que la participación de los bancos comerciales en los bienes financieros declina, en tanto que la de otros intermediarios aumenta (Goldsmith, 1969, p. 35).

La investigación de Goldsmith sugiere también que durante los períodos de crecimiento económico acelerado la estructura financiera de una nación crece más rápido que los sectores reales y la riqueza nacional. Esto es lo que Shaw llama "penetración financiera" (Shaw, 1973, p. 4 -7).

2) Cambios estructurales del sector financiero latinoamericano.

En otro estudio, Goldsmith evalúa la importancia de los sectores financieros en América Latina midiendo los cambios estructurales del mismo para el período 1900 - 1976. Algunos de sus resultados son incompletos y/o conflictivos, debido ya sea a la falta

de datos precisos o a los efectos de la inflación en ciertos países. Sin embargo, de sus estudios pueden sacarse las siguientes conclusiones:

Primero, la RIF es baja. Para los años sesenta la RIF oscila entre 0.35 y 0.50 en siete países importantes, lo que equivale a la mitad o a la tercera parte de la mayoría de los países industrializados.

Segundo, la razón de los activos de las instituciones financieras y el producto nacional presentan un aumento sustancial de 1900 a 1948; esta tendencia ha sido detenida o invertida en los países con inflación galopante. Esta tasa se aproxima a las tres quintas partes del producto nacional en el período de posguerra.

Tercero, la razón de nuevas emisiones financieras a producto nacional bruto promedia un 10% para el período de posguerra. Además, en este caso, en contraste con el anterior, se invierte la posición de varios países y períodos. Ahora son los países y períodos con alta inflación los que acusan las tasas más altas (debido a la alta emisión monetaria y de otros valores a corto plazo). Esta tasa es casi tan alta como la de los países más desarrollados y sobrepasa el promedio de otros países en desarrollo (ibid., pp. 65-67).

Cuarto, la contribución de las instituciones financieras nacionales a la formación bruta de capital es difícil de determinar debido a fallas estadísticas. Se supone que varía entre 0.20 y 0.50 de la formación bruta de capital.

Un estudio de CEPAL (1971) confirma los cambios estructurales del sector financiero latinoamericano durante la década de los sesenta apuntados por Goldsmith. Este estudio indica que el sector financiero ha registrado cambios estructurales importantes al adaptarse a las exigencias del ritmo y modalidades del desarrollo del período, caracterizado por la industrialización y políticas de sustitución de importaciones. A este respecto, el sector financiero captó más eficientemente los recursos; la razón entre el total de los activos financieros y el producto nacional creció entre 30 y 70%, según el caso específico de cada país.

La crisis económica generalizada del decenio de los ochenta condujo a muchos países latinoamericanos a reconsiderar su enfoque hacia el desarrollo. Las reformas estructurales hacia el libre mercado siempre han considerado al sistema financiero como un elemento clave para el crecimiento económico. En el libro de Bianchi et al. (1994), publicado por el Centro de Estudios Latinoamericanos (CEMLA), para los casos de Chile, Perú, México y América Latina en general durante los últimos quince años, los autores defienden la idea de la importancia de un sistema financiero estable y eficaz para el desarrollo económico sostenido.

Reconociendo la importancia de los mercados de capital emergentes para la inversión productiva y el desarrollo económico Davlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995) se refieren a ciertas imperfecciones de estos mercados y proponen medidas para su regulación.

3) El sector financiero en el crecimiento económico de México

En todos los estudios del sector financiero de América Latina invariablemente resalta el caso de México. Su rasgo principal es la participación directa de los

intermediarios financieros gubernamentales, monetarios y no monetarios, para fomentar el ahorro y la inversión (Ortiz, 1980, p. 287).

Brothers y Solís (1966) ofrecen una crónica sistemática del sector financiero en México, en especial durante el período 1950-64. Los autores concluyen que durante el período inflacionario (1940-1956) el control del circulante monetario y del crédito permitió una mejor distribución del crédito, y se canalizaron más fondos hacia la agricultura y la industria. La creación de las financieras también permitió atraer más ahorro, así como fomentar el crecimiento de la deuda. Durante el período de estabilidad, que se inició en 1956, los ahorros crecieron substancialmente. Como resultado, los intermediarios también ofrecieron más créditos a mediano y largo plazos para el financiamiento de activos fijos. La misma conclusión reitera Solís (1978).

Una importante aplicación de la teoría de intermediación financiera al caso de México es el estudio de Bennett (1965). Analizando las fuentes y usos de fondos de los intermediarios financieros y de los sectores empresarial y familiar, en conjunto, Bennett concluye que durante el período 1945-1959 los intermediarios financieros contribuyeron al desarrollo de México. En particular, Bennett encontró que un aumento de \$1.00 en las finanzas innovadoras ("finanzas de oferta por adelantado") condujo a un cambio en la producción de \$ 0.70 en la misma dirección.

Ortiz (1977) en un estudio sobre la intermediación e integración financiera de México para el período 1952-1966 llega a la conclusión que a pesar de la ausencia de integración financiera y el desarrollo desigual por regiones, el sector de la intermediación financiera ha sido un factor decisivo en el crecimiento económico de México, Las obligaciones de los intermediarios aumentaron en 14.9% anualmente durante el período 1950-1960 y en 17% durante 1960-1966. Como resultado del rápido desarrollo financiero la razón de intermediación financiera (RIF) en México creció de 0.41 en 1960 a 0.53 en 1966. La RIF mexicana de 0.50 en 1963 fue la más alta entre varios países en vías de desarrollo (PC. 350-351).²⁶

Otro estudio sobre el sector financiero de México, realizado por Spellman y Dieli (1978), también afirma que el sector financiero ha contribuido al desarrollo mediante una eficaz captación y transferencia de fondos. en un análisis global para el período 1956-73, los autores indican que la relación entre depósitos e ingreso aumentó fuertemente, de 0.23 a 0.32. Además, a pesar de ciertas ineficiencias en cuanto a costos de operación, los intermediarios mexicanos generaron suficientes ingresos para pagar tasas elevadas sobre depósitos, que pudieran seguir atrayendo ahorros.

Genel (1978) en un estudio de la experiencia financiera mexicana del período 1955-1971 sostiene que las características del crecimiento financiero de este período, incluyendo la ascendente importancia del sector financiero no monetario, fueron resultado de una estrategia de desarrollo no inflacionaria, seguida conscientemente por el gobierno (pp. 13-39). El análisis empírico, en el que se examina la demanda de dinero, la de los valores indirectos representativos, el costo de intermediación y las tasas de utilidad de los intermediarios, valida la hipótesis del estudio, que es posible financiar un rápido

²⁶ Estos países son Argentina, Brasil, Egipto, India, Jamaica, Pakistán, Filipinas, Puerto Rico, Rhodesia, Tailandia, Trinidad, Venezuela y Yugoslavia.

crecimiento económico sin dejar de sostener la estabilidad del tipo de cambio y del nivel de precios mediante el creciente uso de activos financieros no monetarios (pp. 73-94).

En su obra sobre las experiencias de México y algunos otros países latinoamericanos²⁷ en cuanto las relaciones entre desarrollo financiero y crecimiento económico Gómez Oliver (1982) llega a la conclusión que la expansión de los agregados monetarios en términos reales mostró una relación positiva con el crecimiento del producto real y, en menor grado, con la formación de capital.

En un estudio reciente sobre el crecimiento económico, financiamiento externo y ahorro interno en México en 1990-1994 Guzmán Calafell y Monte Aja (1994) muestran mediante simulaciones que el logro de las metas de crecimiento económico requiere de un fuerte aumento (de 4.6%) de la participación de la inversión en el PIB, aún bajo el supuesto de una mejoría importante de la eficiencia de la inversión. Esto implica a su vez un incremento sustancial del ahorro interno. El papel de los intermediarios financieros y de los procesos de innovación es crucial tanto para aumentar la cantidad agregada del ahorro, como para elevar su eficiencia (pp. 447-448).

Gurría Treviño (1995) resalta la gran importancia de los intermediarios financieros para atraer a la economía mexicana capitales extranjeros necesarios para el fomento económico.

4) El sector financiero en el crecimiento económico de otros países en vías de desarrollo

Existen también una serie de estudios empíricos sobre la intermediación financiera para otros países en vías de desarrollo, como, por ejemplo, los de Ben Amor (1974), Burns (1976), Ghaffari (1973), Powers (1971),²⁸ Wai (1977), Srinivasan (1977), Rozental (1970), Jao (1974), Cho (1986). Los trabajos de Ghaffari y Srinivasan evalúan la relación entre el crecimiento económico y la estructura financiera en Irán y la India, respectivamente, analizando las tendencias del coeficiente de las interrelaciones de la intermediación financiera, así como las fuentes y usos de fondos de varios sectores económicos. Los trabajos de Ben Amor, Burns y Powers son amplios análisis de fuentes y usos de fondos en los casos de Túnez, Venezuela y Costa Rica, respectivamente. Los estudios de Cho y Jao evalúan los efectos del desarrollo financiero sobre la actividad económica en Corea, Hong Kong y Tailandia, respectivamente. En todos los casos, los autores concluyen que el sector financiero ha tenido un papel positivo en el desarrollo de las economías analizadas. Estos trabajos son excelentes y prácticas aplicaciones a ciertos casos específicos, pero no contribuyen mayormente al desarrollo de la teoría de la intermediación financiera. La obra de Wai analiza el papel de los intermediarios financieros en la formación del ahorro nacional en 54 países desarrollados y en vías de desarrollo. Las relaciones econométricas entre el ahorro financiero (intermediación) y las utilidades retenidas o el componente autofinanciamiento nacional comprueban que en la mayoría de los países en desarrollo los intermediarios han desempeñado un papel positivo en la formación del ahorro nacional. Otras relaciones econométricas con variables como

²⁷ En su estudio Gómez Oliver analiza México, Argentina, Brazil, Nicaragua y Venezuela.

²⁸ Para referencias sobre los trabajos de Ben Amor, Burns, Ghaffari y Powers se utilizó Ortiz (1980)

la tasa de interés, los precios, la tasa de crecimiento per capita y la entrada neta de capital coinciden con los resultados esperados de una influencia positiva de los intermediarios en el ahorro (Wai, U Tun, 1977, pp. 167-71).

Y finalmente, una comprobación empírica de los modelos del financiamiento en el desarrollo económico de McKinnon (1973) y Shaw (1973) se presenta por Maxwell Fry y Sweden Wijnbergen. Fry (1978) mediante los resultados del análisis de series de tiempo basadas en las observaciones anuales de siete países asiáticos en vías de desarrollo: Birma (1962-9), India (1962-72), Corea (1962-1972), Malasia (1963-1972), Filipinas (1962-72), Singapur (1965-1972) y Taiwan (1962-1972), comprueba que las condiciones financieras tienen gran influencia para el ahorro y el crecimiento (p. 107). Las mismas conclusiones reitera este autor en su estudio sobre Turquía (Fry, 1990), así como Wijnbergen (1982) en su investigación sobre el programa de estabilización en Corea.

V. SÍNTESIS

El sistema financiero tiene un papel muy importante en la economía, aunque no se puede definir unilateralmente la dirección de causa y efecto. Los mercados financieros contribuyen al nivel agregado de la economía mediante el "efecto de intermediación", que aumenta la inversión debido al más eficiente traspaso de recursos financieros desde las unidades de ahorro hacia las unidades productivas.

El incremento de la cantidad total del ahorro se fomenta por las nuevas instituciones y activos financieros que proporcionan mayores rendimientos, más liquidez y menos riesgo. Es muy importante también la distribución de información adecuada sobre los distintos instrumentos financieros entre los agentes económicos. Las innovaciones financieras permiten reducir la dispersión de las tasas de rentabilidad de las empresas por regiones y coadyuvan a una distribución más equitativa de los recursos financieros creando acceso al financiamiento a las empresas pequeñas y medianas.

Conforme se desarrollan las economías nacionales, aumenta la profundización financiera y la razón de interrelación financiera. Las etapas avanzadas del desarrollo financiero se caracterizan por la incrementada importancia de los mercados de valores y los intermediarios financieros no bancarios.

Todo esto indica que es muy importante tomar en cuenta las variables financieras en la formulación de las políticas económicas tanto en los países desarrollados como en los países en vías de desarrollo. En éstos últimos para el fomento del desarrollo económico y la exitosa reestructuración de las economías en la etapa actual es muy importante crear una oferta por adelantado de novedosos y más eficaces instrumentos financieros, que puedan fomentar la captación de ahorro interno y externo, elevando su cantidad agregada y canalizándolo hacia actividades productivas.

Si no se reconoce que las instituciones financieras y el marco regulador del sistema financiero pueden tener una influencia muy significativa sobre el crecimiento y el desarrollo económico (Aspe, 1993), no es posible estructurar una adecuada estrategia de desarrollo económico.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS DEL PRIMER CAPITULO

- *Albert, Michel (1992) **Capitalismo contra Capitalismo**, México, Paikos, 1992
- *Banco Mundial. **World Development Report, 1989**, Washington, DC., Banco Mundial, 1989
- *Beckett Sean and Charles Morris. (1993) **Reduced Form Evidence on the Substitutability Between Bank and Non Bank Loans**, Research Working Paper 93 - 18, Research Division, **Federal Reserve Bank of Kansas City**, December 1993
- *Ben Amor, A. (1974) "The Role of Financial Intermediaries and Economic Growth in Tunisia", Tesis Doctoral, New York University, 1974
- *Bennett, R.L. (1965) **The Financial Sector and Economic Development: The Mexican Case**, The Johns Morphis Press, Baltimore, 1965
- *Bernanke, Ben S. (1983) "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." En: American Economic Review, 1983, 73, pp. 257- 276
- *Bernanke, Ben S. and Cara S. Lown (1992) "The Credit Crunch." En: Brookings Papers on Economic Activity. Brainard, Williams and George L. Perry, Editors, The Brookings Institution, Washington, 1992, 2
- *Bernanke, Ben y Mark Gertler (1992) "Banking and Macroeconomic Equilibrium." En: American Economic Review, 1992, 87, pp. 89-111
- *Bianchi, A., A. C. Diz, C. Mansell y F. Morris (1994) **Reformas y reestructuración de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- *Brothers, Dwight S. y Leopoldo Solis. (1967) **Evolución financiera de México**, CEMLA, 1967
- *Burns, J.E. (1967) "Financial Intermediaries and Economic Growth in Venezuela", Tesis Doctoral, Universidad de Oregon, 1967
- *Cabello, Alejandra (1997) "Globalización, desregulación y desarrollo. El caso de la Bolsa y la Comisión Nacional de Valores de México", Tesis Doctoral, UNAM, Facultad de Ciencias Políticas y Sociales
- *Cameron, Rondo, et al. (1967) **Banking in the Early Stages of Industrialization**, New York, Oxford University Press, 1967
- *Cho, Y.J. (1986)"The effects of financial liberalization on the development of the financial markets and the allocation of credit to corporate sectors: The Korean Case", Discussion Papers, Development Research Department. # 166, The World Bank, 1986
- *Coats, Jr. W. L. and D.R. Khatkhate (1980) "Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: Survey of Issues and Evidence" En: **Money and Monetary Policy In Less Developed Countries** (Coats, Jr. W. L. and D.R. Khatkhate, ed.), Maxwell, NY., 1980
- *Diaz - Alejandro, C. (1985). "Good - Bye Financial Repression, Hello Financial Crash" En: Journal of Development Economics, 1985, 19
- *Drake, P. J. (1969) **Financial Development in Malaya and Singapore**, Canberra, Australia, 1969
- *Drake, P.J. (1980) **Money, Finance and Development**, Oxford, Martin Robertson, 1980
- *Dornbush, R. and A. Reynoso (1989) "Financial Factors in Economic Development" Working Papers Series, Working Paper 2889, National Bureau of Economic Research, 1989
- *Fabozzi, F., F. Modigliani y M. Ferri (1996) **Mercados e Instituciones Financieras**, Prentice Hall, México, 1996
- *Economic Council of Canada (1989) **Globalization and Canada's Financial Markets**, Ottawa, Canada, 1989
- *Edwards, J. y K. Fisher (1994) **Banks, Finance and Investment in Germany**, Cambridge University Press, 1994
- *Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (Comp.) (1995) **Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina**, FCE/CEPAL, México, 1995
- *Fischer, K.P., Ortiz, E. y A. P. Palasvirta (1992) "From Banca To Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper. Inaugula Conference on Financial Management, Suffolk University, November, 1992

- *Fischer, K.P., Ortiz, E. y A.P. Palasvirta (1994) "Financiamiento Corporativo e Integración Financiera: Papel de Las Asimetrías en la Información en el Financiamiento Accionario" En: **Integración Financiera y TLC** (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI
- *Fry, Maxwell J. (1978) "Money and capital or financial deepening in economic development?" En: Journal of Money, Credit and Banking, November 1978
- *Galbis, V. (1977) "Financial Intermediation and Economic Growth in Less - Developed Countries" En: P.C.S. Arye (ed.) **Finance in Developing Countries**, Frank Cass, London
- *Genel J.A. (1978) **La Estrategia del Estado en el Desarrollo Financiero**, CEMLA, México, 1978
- *Ghaffary, R. (1973) "Measuring the growth of financial institutions in Iranian economy" Tesis Doctoral, State University of New York, 1973
- *Globalization and Canada's Financial Markets (Ottawa, Canada: Supply and Services Canada, 1989), p. 39. Citado por Fabozzi, Modigliani y Ferri (1996)
- *Goacher, D.J., P.J. Curwen et al. (1987) **British Non - Bank Financial Intermediaries**, London, Allen & Unwin, 1987
- *Goldsmith, R. W. (1958) **Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900**, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1958
- *Goldsmith, R.W. (1965) **The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy**, New York, National Bureau of Economic Research, 1965
- *Goldsmith, R.W. (1969) **Financial Structure and Development**, New Haven, Conn., Yale University Press, 1969
- *Goldsmith, R.W. (1975) "Some reflecting on the past, present and future of financial institution" En: P. Frantzian (ed.) **Current Problems of Financial Intermediaries**, Rotterdam, Rotterdam University Press, 1975
- *Gómez Oliver, Antonio (1982) **Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico. Las experiencias de México y otros países latinoamericanos**, Fondo de Cultura Económica, México, 1982
- *Goodhart (1987) "Why do Banks Need a Central Bank", Oxford Economic Papers 39, 1987, pp. 45-52
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1956) "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process" En: Journal of Finance, 11, 1956
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1967) "Financial Structure and Development" En: Economic Development and Cultural Change, April, 1967
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1960) **Money in a Theory of Finance**, Washington, DC, Brookings Institution, 1960
- *Gurría Treviño, J.A. (1995) "Corrientes de capital: El caso de México" En: **Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina**, Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (Comp.), FCE/CEPAL, México, 1995
- *Gutiérrez Perez, Antonio (1995) "Nuevas estructuras bancarias y fragilidad financiera" En: (Girón, A., E. Ortiz y E. Correa, Comp.) **Integración Financiera y TLC. Retos y Perspectivas**, Siglo XXI, IIE/UNAM, 1995.
- *Guzmán Calafell, J. y A. Monte Aja (1993) "Crecimiento económico, financiamiento externo y ahorro interno en México en 1990-1994" En : , Monetaria, Vol. XV, # 4, 1993
- *Jao, Y. C. (1976) "Financial Deepening and Economic Growth: A Cross-Section Analisis" En: Malayan Economic Review, April 1976
- *Jao, Y. C. (1974) **Banking and Currency in Hong Kong: A Study of Postwar Financial Development**, London, McMillan, 1974
- *Jones, L.E. and R. Manuelli (1990) "A Convex Model of Equilibrium Growth: Theory and Policy Implications" En: Journal of Political Economy, Oct., 1990, pp. 1008-10038
- *Ireland, P.N. (1994) "Money and Growth: An Alternative Approach" En: American Economic Review, March, 1994, pp. 47-65
- *Kathkhate, D.R. (1972) "Analitic Basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries" En: Staff Papers, IMF, Vol. XIX, #3, November 1972
- *Mayer, T. (1982) "Financial Innovation-The Conflict Between Micro and Macro Optimality" En: American Economic Review, May, 1982, pp. 29-34

- *Marquis, M.H. and K.L. Reffet (1992) "Capital in the Payments System" En: Economica, August, 1992, 59, pp. 164-351
- *McKinnon, R.I. (1973) **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC, Brookings Institution, 1973
- *McKinnon, R.I. (ed.) (1976) **Money and Finance in Economic Growth and Development**, New York, Marel Dekker, 1976
- *Ortiz, E. (1977) "Financial Intermediation and Financial Integration in Developing Nations: The Case of Mexico", Tesis Doctoral, Universidad de Wisconsin Madison
- *Ortiz, Edgar (1980) "Los países en vías de desarrollo y la intermediación financiera" En: Monetaria, Vol. II, #3, Octubre de 1980
- *Ortiz, Edgar (1993A) "Emerging Capital Markets and Development" En: **Foreign Exchange Issues. Capital Markets and International Banking in the 1990's** (Ed. K. Fatemi y D. Salvatorre), New York, Taylor & Francis, 1993
- *Ortiz, Edgar (1993B) **Despegue al Desarrollo y Mercados de Capital Emergentes: Etapas de Desarrollo Financiero y el Financiamiento Accionario**
- *Ortiz, E. y V.R. Errunza (1994) "Los Mercados Emergentes y la Globalización Financiera" En: **Integración Financiera y TLC: Retos y Perspectivas**, (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI, (en prensa)
- *Patrick, H.T. (1966) "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries" En: Economic Development and Cultural Change, January, 1966
- *Powers, T.A. (1971) "Financial Intermediaries and economic development in Costa Rica 1953-1968", Tesis Doctoral, Universidad de Texas, Austin, Tex., 1971
- *Poindexter, J.C. and P.C. Jones (1980) **Money, Financial Markets and the Economy**, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota
- *Prescott, E.C. (1987) "A Multiple Means of Payment Model" En: **New Approach to Monetary Economics** (Barnett, W.A. and K.J. Singleton, Ed.), Cambridge University Press, 1987
- *Rozenal, A.A. (1970) **Finance and Development in Thailand**, New York, Praeger, 1970
- *Sayers, R.S. (1940) **La Banca Moderna**, Fondo de Cultura Económica, México, 1940
- *Schreft, S.C. (1992) "Transactions Costs and the Use of Cash and Credit" En: Economic Theory, April, 1992, pp. 283-296
- *Shaw, E.S. (1973) **Financial Deepening in Economic Development**, New York, Oxford University Press, 1973
- *Smith, Adam (1776) **The Wealth of Nations**, London, Dent., 1937
- *Smith, Gary (1982) **Money and Banking. Financial Markets and Institutions**, Addison Wesley Publishing Co., U.S.A., 1982
- *Smith, Paul F. (1979) **Money and Financial Intermediation**, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1979
- *Solis, L. (1978) "The Financial System in the Economic Development of Mexico", Weltwirtschaftliches Archiv, 1978, pp. 38-44
- *Solow, R. (1956) "A Contribution to the Theory of Economic Growth" En: Quarterly Journal of Economics, 70 (1), 1956
- *Spellman, L.J. and R.F. Dieli (1978) "Intermediación financiera y desarrollo económico en México 1966-1973" En: Boletín de CEMLA, Vol. XXIV, #2, 1978, pp. 66-81
- *Srinivasan, R.S. (1977) **Financial Structure and economic development**, Sterling, Nueva Delhi, 1977
- *Stiglitz, J.E. (1988) "Why financial structure matters?" En: Journal of Economic Perspectives, 2 (4), 1988
- *Stiglitz, J.E. (1990) "Financial Markets and Development" En: Oxford Review of Economic Policy, 5 (4), 1990
- *Tausend, R. (1983) "Financial Structure and Economic Activity" En: American Economic Review, 73, 1983

SEGUNDO CAPITULO

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y LA RELACIÓN ENTRE LAS VARIABLES REALES Y LAS FINANCIERAS EN LA ECONOMÍA

I. INTRODUCCIÓN

En el primer capítulo se presentaron las más importantes conceptualizaciones de los principales autores que abordan el tema sobre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Estos autores llegan al consenso de que el sistema financiero es importante y puede fomentar el desarrollo económico, lo que también ha sido comprobado por numerosos estudios empíricos sobre los países desarrollados y en vías de desarrollo.

El objetivo del presente capítulo es especificar el impacto y vinculaciones de los intermediarios financieros, y en particular de los intermediarios no bancarios en el desenvolvimiento de una economía. Los intermediarios financieros tratan con valores intangibles, por lo que queda velada la relación entre las variables reales y las financieras en la producción. Para comprender mejor la naturaleza de las variables financieras y su influencia sobre las variables reales, así como el papel de los intermediarios financieros no monetarios en el producto real, a continuación se presentan: a) un breve resumen de los puntos de vista keynesiano y monetarista sobre el papel del dinero en la economía; b) un breve recuento de la discusión sobre el papel del dinero e intermediarios financieros en el crecimiento económico; c) la teoría de Gurley y Shaw como neoliberales keynesianos sobre el papel de los intermediarios no monetarios en la economía; c) un modelo basado en el análisis de flujo de fondos, que permite la elaboración de una matriz de flujo de fondos para identificar la participación de cada sector en el proceso de ahorro e inversión (prototipo para las matrices del análisis empírico en los siguientes capítulos), y d) las medidas cuantitativas de interrelación de las variables reales y financieras, propuestas por R. Goldsmith, algunas de las cuales también se utilizarán en los capítulos empíricos.¹ Al final se sintetiza en breve lo desarrollado en el capítulo.

II. LA DISCUSIÓN SOBRE EL PAPEL DEL DINERO, ACTIVOS NO MONETARIOS E INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO

A. MONETARISTAS VERSUS KEYNESIANOS²

1. Monetaristas

Los orígenes del monetarismo datan desde el siglo XIV en las ideas de Jean Bodin, y se desarrollan posteriormente por John Locke, David Hume, y los economistas

¹ El análisis de flujo de fondos y las medidas cuantitativas, junto con el modelo de equilibrio general presentado en el Apéndice I, representan el enfoque tridimensional propuesto por Ortiz (1980) y presentado aquí con variantes desarrollados expresamente para esta tesis

² Aquí se presenta una discusión muy sintetizada sobre los puntos de vista de ambas escuelas que nos ayudarían a comprender mejor el análisis de Gurley y Shaw, que se presenta a continuación. Para un excelente análisis detallado sobre las diferentes escuelas de la economía monetaria véase Mantey (1994)

clásicos del siglo XIX, David Ricardo y John Stuart Mill, para llegar a Irving Fisher en los años 20 y 30 y Milton Friedman en los años 70 y 80 de este siglo.

El monetarismo es una corriente de pensamiento que se basa en la teoría cuantitativa de la moneda, y sostiene que un aumento en la cantidad de dinero en circulación es incapaz de influir en variables reales. Afirma, asimismo que la tasa de interés es un fenómeno real, determinado por la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, e independiente de la oferta monetaria (Mantey, 1994).

Históricamente esta corriente se ocupó principalmente de la relación entre la cantidad de dinero y los precios, postulando a la oferta monetaria como el determinante principal del nivel de precios. Los monetaristas modernos ya no relacionan el cambio de la cantidad de dinero solamente con el nivel de precios. Ellos reconocen un impacto mucho mayor del dinero, llegando a calificarlo como la determinante crucial de la actividad económica a *corto plazo*.

Según los monetaristas existe una relación directa y confiable entre la oferta monetaria y el PIB; esta relación se fundamenta en la predictibilidad de la velocidad monetaria. De acuerdo con esta teoría, un cambio en la oferta monetaria modificará el gasto agregado y el PIB en una cantidad predecible. El aumento de la oferta monetaria agrega más liquidez al portafolio de activos del público. Esta liquidez incrementada lleva a la compra de activos reales adicionales, que son menos líquidos, hasta que la liquidez del portafolio alcance su nivel anterior. Según la corriente monetarista el público utiliza el dinero principalmente para transacciones comerciales. La contracción de la oferta monetaria tiene un efecto similar, pero naturalmente en sentido opuesto.

Este punto de vista sobre la relación entre la oferta monetaria y el PIB es bastante inflexible. Por lo general los monetaristas insisten solamente en que la velocidad es predecible, no necesariamente fija, o sea, que con el aumento de la oferta monetaria, el PIB se incrementa en una magnitud predecible, dado que la demanda monetaria está relacionada de manera confiable al PIB. La demanda monetaria podría depender inclusive de la tasa de interés, pero la relación sería predecible y estable. Según los monetaristas el gobierno puede inducir cualquier volumen de gasto deseado simplemente ajustando la oferta monetaria a una velocidad determinada. En tal caso no existe la necesidad de prestarle mayor atención a la política fiscal dentro de las políticas de estabilización.

El equilibrio en el mercado de capital³ se logra cuando se determina una tasa de interés única y común con la que se asegura que todas las ofertas de ahorro y las demandas de inversión han sido satisfechas. Con esto se resuelve al mismo tiempo el pleno empleo de los recursos productivos y la realización total del producto y el ingreso (Garrido y Peñaloza, 1996).

La teoría de la tasa de interés,⁴ en que se apoyan los modelos monetaristas ha variado poco a lo largo de este siglo. Friedman (1981) sostiene, al igual que Fisher

³ La operación de este mercado de capital no tiene carácter monetario ya que se cumple a partir de la llamada teoría cuantitativa del dinero, según la cual el dinero tiene carácter neutral para la actividad económica, lo que implica que existe una dicotomía entre el campo monetario y no-monetario de dicha actividad.

⁴ La posición monetarista se basa en la teoría neoclásica que supone que la tasa de interés se determina por la oferta y demanda de fondos prestables, y no tiene límites preestablecidos; es decir puede bajar indefinidamente (mientras sea positiva) si el ahorro excede a la inversión (Mantey, 1994, p. 70)

(1930), que la tasa de interés real depende, por un lado, de las preferencias del público por consumir ahora en lugar de consumir en una fecha futura; y por otro lado, de la tasa de ganancia, o sea la utilidad que puede obtenerse dedicando el capital a un uso productivo. Para ambos también la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real más la tasa de inflación esperada (Mantey, 1994)

2. Keynesianos.

Según los keynesianos las vías de influencia de la oferta monetaria sobre el PIB no son tan directas, principalmente porque la velocidad no se considera como muy estable tanto a corto plazo como a largo plazo.⁵

La vía de la transmisión del efecto de un incremento en la oferta monetaria en el PIB, puede ser visualizada de modo siguiente. Supongamos que el Banco Central aumenta la oferta monetaria mediante la compra de valores gubernamentales en el mercado abierto. Esto incrementa la liquidez del público. La gente *puede simplemente preferir* mantener esta liquidez adicional. En tal caso el proceso se detendría en este mismo momento. Si la gente atesora el dinero adicional, a pesar del aumento de la oferta monetaria, el PIB no se vería afectado y la velocidad se desacelera. Esto es posible porque, consistentemente con el punto de vista keynesiano, la gente mantiene dinero no sólo para transacciones diarias, sino también para transacciones precautorias, o como liquidez para posibles especulaciones en el mercado de valores.

Además los keynesianos sostienen que la tasa de interés es un fenómeno monetario y tiene un límite mínimo, dado por la utilidad del dinero como medio de pago perfectamente líquido; y que este límite mínimo no puede ser reducido por mucho que el ahorro exceda a la inversión (Mantey, 1994, p. 70). La existencia de este límite mínimo a la tasa de interés, por debajo del cual los inversionistas rehusarían comprar valores, significa, que la velocidad de circulación del dinero es inestable. Las razones especulativas para mantener dinero vuelven su demanda inestable.

Como fue explicado en el apartado anterior, los monetaristas aseveran que la gente no desea mantener dinero adicional, y que prefiere gastarlo. Entonces el público gastará sus excesos de liquidez principalmente en activos reales (bienes y servicios reales), afectando con esto directamente al PIB (y a la velocidad del dinero). Al contrario, según los keynesianos, la gente no comprará activos reales, sino activos financieros (como acciones o bonos). Los precios de los valores subirán y las tasas de interés bajarán. El aumento de la base monetaria puede incrementar el crédito disponible y/o disminuir su costo. Sin embargo, el PIB todavía no se ve afectado.

La caída de las tasas de interés y la mayor disponibilidad de crédito, *pueden* estimular a las empresas y a los individuos a solicitar más préstamos y comprar bienes y servicios reales, lo que *finalmente* afecta al PIB.

El enfoque keynesiano presenta una teoría monetaria de la producción donde dinero

⁵ Según los teóricos poskeynesianos es la existencia imprescindible del dinero en la economía la que lo convierte en "no neutral" y no tanto la simple variación en su cantidad. Para un análisis completo de la escuela monetarista poskeynesiana véase Cottrell (1994)

y actividad económica están integrados y no en una relación dicotómica⁶ como en el enfoque neoclásico.⁷

3. La síntesis neoclásica

Como respuesta a las críticas que Keynes hiciera a la teoría neoclásica, los economistas iniciaron una labor de síntesis de las dos posiciones teóricas, tratando de incorporar las aportaciones de la "Teoría General de Empleo, el Interés y el Dinero" al cuerpo de la ortodoxia. La síntesis ofreció un marco analítico común para apreciar las diferencias entre la teoría de Keynes y la teoría neoclásica, y después asumió una posición intermedia de conciliación entre ambas. (Mantey, 1994, p. 125).

El primer teórico de la síntesis fue John Hicks, cuya teoría, igual que la de Keynes, rechaza la neutralidad del dinero que sostienen los monetaristas y reconoce la influencia que la oferta monetaria puede tener sobre variables reales como la inversión, el empleo y el ingreso, a través de la tasa de interés. Aunque la síntesis es menos pesimista que Keynes respecto a la eficacia de los mecanismos estabilizadores automáticos que contemplan los monetaristas, y concede poca importancia a la trampa de liquidez, su esquema ofrece la posibilidad de usar las políticas monetaria y fiscal para acelerar el crecimiento con estabilidad.

Sin embargo, dentro de la síntesis neoclásica continúan las discrepancias en torno a las cuestiones fundamentales. La primera es si el dinero influye permanentemente o no sobre la tasa de interés real. La segunda se refiere a la posibilidad de que se presente una trampa de liquidez y haya la necesidad de usar la política fiscal con fines de estabilización.

La vertiente keynesiana de la síntesis afirma que la tasa de interés es un fenómeno monetario, y que, a través de variaciones en la oferta de dinero, las autoridades pueden regularla. La vertiente monetarista, por el contrario, sostiene que la tasa de interés es un fenómeno real, que no puede ser afectado por la política monetaria mas que en un plazo muy corto.

De manera similar, la vertiente keynesiana afirma que la política monetaria puede ser insuficiente para conducir la economía hacia el pleno empleo, requiriendo la acción coordinada de la política fiscal; en tanto que la vertiente monetarista asegura que, con sólo permitir que los precios se fijen libremente, el sistema económico se encaminará espontáneamente hacia el pleno empleo, haciendo innecesario el uso de las políticas monetaria y fiscal.(Mantey, 1994, p. 151).

⁶ De manera más general esto significa que no se puede obtener un sistema coherente de precios monetarios -o sea integrar la moneda- agregando una ecuación monetaria al sistema de precios elaborado en ausencia de moneda. Para un excelente análisis véase Benneti (1990)

⁷ Esto introduce un factor de desequilibrio e inestabilidad en la actividad económica que no es resultado de la imperfección de los mercados, sino de la propia naturaleza monetaria de la producción. Véase al respecto H. Minsky

III. EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN LA TEORÍA DE GURLEY Y SHAW⁸

El desarrollo de la teoría financiera en los escritos de Gurley y Shaw⁹ que incluye el análisis de las actividades de los intermediarios financieros, monetarios y no monetarios, ha creado un indispensable marco analítico para estudiar la influencia de los intermediarios financieros sobre el desarrollo. Este marco analítico con sus desarrollos posteriores por Patinkin, Bennett y Ortiz,¹⁰ es junto con el marco de contabilidad social, el que utilizaremos en este estudio, a menos que se especifique de otra manera.

Lo que destaca al análisis de Gurley y Shaw es que éste se realiza bajo las condiciones de un escenario neoclásico,¹¹ para llegar a unas conclusiones de tipo keynesiano sobre el papel del dinero.¹² En el modelo que proponen estos autores la tasa de interés, la tasa sobre los depósitos, las tenencias reales de activos financieros por las unidades de gasto y el nivel de ingreso real, están dados (Gurley y Shaw, 1960, p.206).

En síntesis el análisis de Gurley y Shaw demuestra que distorsionando el equilibrio en uno de los cinco mercados¹³ de su escenario neoclásico, los intermediarios no bancarios pueden llevar a desequilibrios en los demás mercados afectando con esto a las variables reales. Estos autores sostienen que existiendo en la economía cualquier combinación de dinero interno y externo,¹⁴ o sea si alguno de los intermediarios financieros mantiene oro o valores extranjeros junto con sus activos, el dinero no va a ser neutral aún en el marco neoclásico. Y siempre seguirá creciendo la importancia del dinero y de los intermediarios financieros en la economía, si se viola cualquier regla neoclásica (Gurley y Shaw, 1979, p.191).

En opinión de los neoliberales el desarrollo financiero, y la acumulación de deudas directas e indirectas que este conlleva, influyen sobre la demanda de dinero y la

⁸ Para una caracterización completa de la teoría neoliberal y sus vertientes monetarista y keynesiana, véase Mantey(1994).

⁹ Gurley y Shaw son representantes de la vertiente keynesiana de la teoría neoliberal. A diferencia de la vertiente monetarista (McKinnon), los neoliberales keynesianos consideran a la tasa de interés determinada por la preferencia por liquidez y la oferta monetaria (como fenómeno monetario).

¹⁰ Las referencias de las principales obras de estos autores se encuentran en la bibliografía de los capítulos I y II

¹¹ Los análisis neoclásicos se basan sobre la concepción general de mercados operando en competencia perfecta, para lo cual se establecen cinco supuestos principales: a) Todos los participantes tienen igual acceso al mercado y ninguno tiene control sobre algún precio; b) la información relevante para las decisiones de oferta y demanda fluye libremente entre los participantes del mercado; c) No hay restricciones para un libre intercambio de valores; d) Cuando los mercados están en equilibrio no hay ofertas ni demandas insatisfechas; e) No hay impuestos que distorsionen los supuestos anteriores.

¹² Para ilustrar mejor la interdependencia entre las variables reales y financieras en el Apéndice I se presenta un modelo de tres sectores con deuda indirecta (escenario neoclásico). Este modelo presenta las condiciones de equilibrio de los principales mercados de una economía hipotética permitiendo discernir la influencia cuantitativa y cualitativa de las variables financieras sobre las variables reales de esta economía.(El modelo es una adaptación de los modelos utilizados por Gurley y Shaw, Patinkin, Bennett y Ortiz).

¹³ Estos mercados son a)de mercancías, b) de dinero, c) de bonos, d) de valores indirectos no monetarios y c) de trabajo.

¹⁴ El "dinero externo" es el dinero que viene de fuera del sector privado y simplemente existe, y el "dinero interno" es el dinero creado contra deuda privada.

propensión a gastar en formas no contempladas ni por la ortodoxia monetarista ni por la teoría de Keynes (Mantey, 1994, p. 217). La contabilidad nacional, tradicionalmente, ha considerado la participación del sector financiero en la economía en términos netos, es decir suponiendo, que las operaciones activas y pasivas, al compensarse no ejercen ninguna influencia sobre las variables reales. Sin embargo, la acumulación de deudas puede influir en la disposición de los agentes económicos para continuar incurriendo en gastos deficitarios, aunque la tasa de interés sea baja; esto modificaría las conclusiones que se derivan del modelo de Keynes (Gurley y Shaw, 1955)

Por otro lado, la acumulación de deudas hace que la demanda de dinero se comporte en forma opuesta a como supone la teoría neoclásica; de acuerdo con ésta, un aumento en la tasa de interés reduce la demanda de saldos monetarios, y una baja en la tasa de interés tiende a elevarlos. Sin embargo, cuando las deudas se acumulan, un aumento en el tipo de interés eleva los gastos financieros de las empresas y las obliga a endeudarse más para cumplir sus compromisos previos (Mantey, 1994, p. 217). La demanda de dinero, por lo tanto, asume un comportamiento "perverso", y aumenta su elasticidad respecto a la tasa de interés a medida que se avanza en el desarrollo financiero, modificando las conclusiones que se derivan del modelo monetarista (ibid.)¹⁵

El análisis teórico de Gurley y Shaw (1960, p. 240) indica que la demanda por los menos amplios agregados monetarios se torna más elástica a la tasa de interés cuando se introducen sustitutos para sus componentes. Ellos sostienen que las obligaciones de depósito de la gran mayoría de las instituciones financieras no monetarias no difieren mucho de los depósitos a la vista de los bancos comerciales,¹⁶ aunque normalmente sólo éstos últimos se denominan "dinero". Es cierto que los depósitos a la vista pueden gastarse de inmediato, y que los depósitos de los intermediarios no bancarios, por lo general, no pueden gastarse sin antes convertirlos en efectivo. Pero esta conversión es tan sencilla que los activos de los intermediarios no bancarios, para fines prácticos, se pueden considerar casi tan líquidos como los depósitos a la vista.

Es por eso que los intermediarios financieros no bancarios son importantes para la determinación de las políticas monetarias de estabilización y desarrollo. Por ejemplo, supongamos que el gobierno disminuye la base monetaria en su expresión tradicional, para bajar el gasto en activos reales y financieros, teniendo como objetivo reducir la inflación. Este es el momento cuando entrarán en acción los intermediarios financieros no bancarios (ibid.) Debido a las altas tasas de los valores y las ganancias que éstas implican, los intermediarios subirán las tasas de interés sobre sus depósitos, con el fin de atraer más fondos que se pueden invertir en valores de alto rendimiento. El alza de las tasas de interés y las actividades promocionales de los intermediarios no bancarios traerán más dinero hacia sus depósitos, descongelando dinero mantenido hasta aquel entonces inactivo. Como resultado de este proceso habrá una expansión en la demanda de valores (por parte de los intermediarios no bancarios), una moderación consecuente en el alza de las tasas de interés, y lo más importante será la canalización del dinero mantenido antes inactivo (atesorado) hacia el prestatario (inversionista) final.

¹⁵ En este punto se nota similitud entre el análisis de Gurley y Shaw y la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky (1982)

¹⁶ Los bancos no pueden competir subiendo sus tasas de interés puesto que están sujetos a regulación

La oferta de fondos prestables (*OFP*) durante un período se puede definir como el conjunto de: 1) el ahorro actual (*A*), que es la parte del ingreso corriente que no se gasta en consumo y no se mantiene inactivo, o sea no se destina al atesoramiento (*H*); el ahorro total (*AT*) es igual al ahorro actual (*A*) más el atesoramiento (*H*);¹⁷ Por cuanto los bancos normalmente crean crédito expandiendo sus obligaciones en forma de depósitos a la vista, es posible representar a esta fuente de fondos prestables como cambios en la oferta monetaria ΔM (Wood, 1978). La oferta de fondos prestables puede, por tanto, representarse como $OFP = (AT - H) + \Delta M$. En esta ecuación el papel de los intermediarios financieros no bancarios en la creación o expansión de fondos prestables, se representaría por su aportación a la minimización de la parte de dinero atesorado (*H*), o bien reduciendo la demanda de dinero mediante la creación de activos financieros nuevos y más atractivos para el ahorrador.¹⁸

El papel de los intermediarios financieros para incrementar la producción puede definirse en términos de la teoría de cartera, lo que implica básicamente la distribución de los recursos financieros entre consumo actual y ahorros, generando éstos últimos inversión del sector empresarial (Tobin, 1965, 1980). En una economía sin intermediarios financieros, los consumidores individuales pueden distribuir sus ingresos entre bienes reales, deuda directa y saldos monetarios. Puesto que los consumidores individuales tienen una cantidad limitada de ahorros, la optimización de su cartera, para elevar al máximo los rendimientos y reducir al mínimo el riesgo, sería difícil de lograr. Además, los propios bonos tienen una relación riesgo-rendimiento, así como liquidez, que no son de lo más convenientes para evitar que las familias distribuyan la mayor parte de sus ahorros en forma de mercancías de consumo futuro y saldos monetarios. Los excedentes de los ingresos no serían canalizados para crear una fuente para la inversión de las empresas.

En una economía que cuenta ya con un sector financiero, los consumidores pueden distribuir sus ingresos entre valores directos, valores indirectos y saldos monetarios. Los valores indirectos tienen una relación riesgo - rendimiento más cercana a las supuestas preferencias de los individuos. Además los valores indirectos que diseñan los intermediarios financieros no bancarios tienen una amplia gama de características de liquidez, servicios adicionales, etc., que los hacen atractivos para los ahorradores (Gurley y Shaw, 1979). Todo esto crea una demanda de valores indirectos, reduce los saldos monetarios ociosos y la demanda de mercancías (como una alternativa de ahorro e inclusive de sobreconsumo). Mantener los ahorros en estas dos formas sería costoso e inefectivo para los individuos deseosos de aumentar al máximo su riqueza, ya que se renunciará a los rendimientos. Así la intermediación financiera (valores indirectos) induce a incrementar los niveles de ahorro en una economía, y permite su canalización (por los intermediarios financieros) hacia un empleo productivo. La inducción al ahorro, así como

¹⁷ El atesoramiento puede ser definido como la diferencia entre la cantidad de dinero que se desea mantener y la cantidad disponible a mantener. Por consiguiente, el ahorro actual (*A*) es igual al ahorro total (*AT*) menos la cantidad atesorada (*H*), o bien $A = AT - H$

¹⁸ Una explicación muy parecida basada en atesoramiento y desatesoramiento presenta Robertson, citado por Mantey (1994)

la optimización de la inversión por parte de los intermediarios financieros promueve una mayor producción (Ortiz, 1980, p. 276), lo que fomenta el crecimiento económico.

El hecho de que en la economía unos sectores aparecen como deficitarios y otros como superavitarios, hace que su comportamiento respecto al nivel de precios sea diferente. Aquí es donde se nota la importancia del efecto distributivo de los intermediarios financieros. Si el nivel del ingreso se considera como función de la distribución sectorial de bienes, resalta aún más la importancia de los intermediarios financieros para la actividad económica (Gurley y Shaw, 1960, 1979; Bennett, 1965)

Las preferencias de los intermediarios particulares por prestatarios y las preferencias de estos prestatarios por bienes determinan cuales demandas particulares de mercancías se afectarán (Bennett, 1965, p. 21). La extensión del efecto sobre el producto debido al incremento de la cantidad de los valores indirectos por concepto de préstamos, depende de la extensión del efecto de los préstamos sobre la demanda de ciertos bienes y servicios y de la extensión del efecto de esta demanda sobre el producto. Por otro lado, los valores indirectos no monetarios creados por los intermediarios no bancarios afectarán la demanda de las mercancías que son relativamente buenos sustitutos de estos valores, y esto a su vez podría influir sobre la producción de tales mercancías (según el grado en que se afecte cada demanda particular).

Las políticas de los intermediarios financieros pueden afectar el equilibrio de los sectores reales. Las autoridades monetarias tienen la posibilidad de inducir cambios en la producción, en la demanda de mercancías, y en la oferta y demanda de trabajo.

Mediante un cambio del acervo monetario por parte de las autoridades monetarias, la demanda de mercancías se vería afectada, ya que la tasa de interés de los bonos, la tasa de interés de los valores indirectos no monetarios y los saldos reales de los valores financieros se ven afectados por los cambios en los precios. El cambio de los precios afectaría también el nivel de producción, pues los saldos monetarios reales, así mismo se verían afectados. En forma semejante se vería afectado el mercado de trabajo.

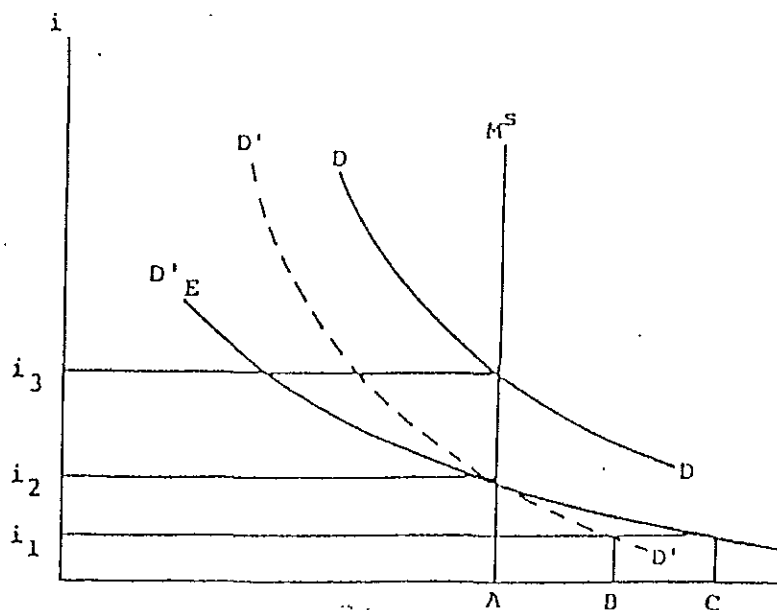
Mientras que los intermediarios bancarios pueden afectar las variables económicas reales mediante un cambio de la oferta monetaria, los intermediarios no bancarios pueden afectarlas *incrementando la liquidez de los bonos* e influyendo por consiguiente sobre la variable las preferencias de los consumidores. O bien, el sistema bancario afecta a la economía mediante los cambios en la oferta de dinero, y los intermediarios no bancarios modificando las preferencias del público por valores indirectos no monetarios y/o bonos, y por consiguiente la demanda de dinero, lo que a su vez afecta la velocidad de circulación.

Las autoridades monetarias pueden también seguir políticas tendientes a cambiar la tasa de interés de mercado o la tasa de interés de los bonos, o incluso los componentes que afectan las preferencias del público por uno o otro tipo de valores, cambiando algunos requisitos legales relativos a la convertibilidad de los valores indirectos, cantidad y naturaleza de los servicios que deben ofrecer los intermediarios bancarios y no bancarios, etc. Un cambio en alguna de estas variables, en tanto que las demás se sostienen constantes, o bien cambios no proporcionales en las tasas de interés, mientras que las preferencias se mantienen constantes, afectarían no sólo los mercados financieros, sino también la demanda de mercancías, debido a las tasas de interés reales, los saldos

reales de las carteras, y el nivel de producción y los mercados laborales, debido a los cambios en la composición de la cartera.

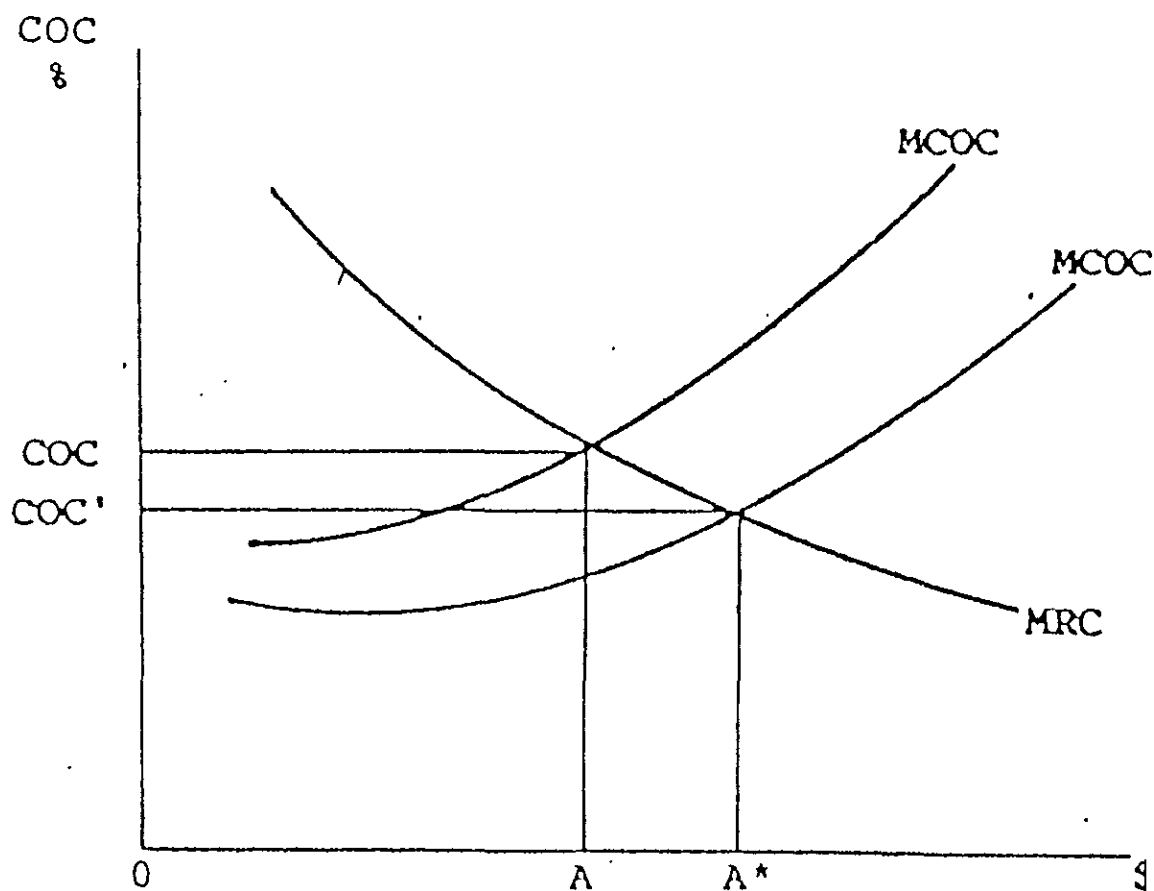
Es importante destacar también que el desarrollo de la intermediación financiera, induce al crecimiento económico al bajar las tasas de interés y, por tanto, volviendo más baratas y económicamente posibles las inversiones, o bien permitiendo el incremento de la cantidad de inversiones factibles. Las tasas de interés más bajas permiten acceso a la inversión a las pequeñas y medianas empresas que de otro modo no hubieran tenido acceso al financiamiento. Esto a su vez reduce la tendencia a la monopolización de la producción y contribuye a una distribución del ingreso más equitativa.

La liquidez es una importante característica de los valores indirectos. La disponibilidad de este tipo de valores equivale a un incremento de la liquidez de los bonos (Patinkin, 1961, p. 109). La incrementada liquidez de los bonos los convierte en un mejor sustituto del dinero y esto desplaza a la izquierda la curva de la demanda de dinero y la hace más elástica (ibid., p. 111; Ortiz, 1980, p. 278). En un modelo keynesiano estándar esto se representaría de modo siguiente (*Gráfica 1*). La oferta de dinero real permanece constante en M^s , entonces la tasa de interés (para la deuda directa) declina de i_3 a i_2 . Igualmente, si las autoridades monetarias desean disminuir (aumentar) la tasa de interés, deberán incrementar (disminuir) la oferta real de dinero mediante compras (ventas) de valores en el mercado abierto, más de lo que sería necesario en el caso de una curva menos elástica de demanda de dinero D' , que supone la ausencia de intermediarios financieros y de deuda indirecta, esto se ilustra para el caso de una baja de la tasa de interés de i_2 a i_1 . (*Gráfica 1*).



Gráfica 1. IMPACTO DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS SOBRE LA TASA DE INTERÉS Y LA DEMANDA DE DINERO

En la *Gráfica 2* se puede ver la contribución de los intermediarios financieros para el incremento de las inversiones. La intermediación financiera desplaza hacia abajo la curva del costo marginal de capital de $MCOC$ a $MCOC'$. El costo de capital disminuye de COC a COC' . La inversión se vuelve más barata y el rango de inversión posible aumenta de OA a OA' . la colocación de crédito tendría que beneficiar proyectos con rendimientos marginales más altos que los costos marginales de capital (Ortiz, 1993A, p. 172). A nivel agregado, el producto y el empleo aumentan, provocando mayor crecimiento económico.



Gráfica 2. IMPACTO DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS SOBRE LOS COSTOS EMPRESARIALES DE CAPITAL E INVERSIÓN

IV. EL ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS

Un marco analítico alternativo para identificar la importancia de la intermediación financiera, y en particular de los intermediarios financieros no bancarios, es el análisis de flujo de fondos. Igual que en el modelo de equilibrio general, se analiza una economía con sectores superavitarios y deficitarios e intermediarios financieros monetarios y no monetarios. Sin embargo, esta metodología ha sido especialmente diseñada para determinar el origen y la aplicación sectorial de fondos en base de las cuentas de ingreso nacional elaboradas por la contabilidad social moderna.

La metodología de flujo de fondos será la principal herramienta analítica que utilizaremos en este estudio, por lo tanto presentaremos: primero, un marco teórico general que caracteriza sus especificidades y su utilidad para los objetivos de la presente tesis, y segundo, un modelo basado en la matriz de flujo de fondos que presenta la consistencia de la contabilidad acervos-flujos en una perspectiva macroeconómica.

A. MARCO TEÓRICO GENERAL ¹⁹

En cada período de tiempo el valor de la inversión nacional agregada (formación real de capital fijo y adición neta a los inventarios de mercancías) es formalmente idéntica al valor de los ahorros internos (ingreso no consumido) más o menos los saldos de la balanza en cuenta corriente. La contabilidad de flujo de fondos muestra las dimensiones y las relaciones de las actividades financieras y su conexión con los agregados reales del ingreso nacional, consumo, ahorros e inversión.

La contabilidad social moderna empezó con la elaboración de **cuentas de ingreso nacional** y de productos, en donde los datos sobre la producción corriente de bienes y servicios se presentan para revelar las magnitudes del ingreso, consumo, ahorro e inversión para el total de la economía y para sus amplios grupos constituyentes, como los sectores de los hogares, del gobierno y de las empresas. Las cuentas de ingreso nacional identifican transacciones de bienes y servicios pero ignoran los flujos de dinero y crédito que los complementan (Ritter, 1963). **Las cuentas de flujo de fondos están diseñadas para representar los flujos financieros de una economía para cualquier período determinado.** Este tipo de análisis está orientado a identificar el flujo de ahorros y la creación de inversión dentro de la economía, identificando el origen y la aplicación de los fondos tanto de los sectores superavitarios como de los sectores deficitarios (Ortiz, 1980, p. 280). Cuando se explicitan los flujos de dinero y crédito, se descubren los problemas de financiamiento que tienen que tomarse en cuenta en la elaboración de las políticas financieras (Bhatt, 1971, p. 572). Esto es válido para todos los países,²⁰ pero ante todo

¹⁹ Para detallada exposición teórica del análisis de flujo de fondos, ver Powelson (1960), Ritter (1963), Breich (1972), Bain (1973), y para una versión sintetizada Drake (1980), Ortiz (1980), Tobin (1980), Patterson y Stephenson (1988), Schreft (1992), Ireland (1994)

²⁰ Smith, P. F. (1979) caracteriza los datos de flujo de fondos publicados por el Fed como "la representación más comprensiva del proceso financiero en EE.UU. "(p. 6). Para una buena aplicación del análisis de flujo de fondos a una economía desarrollada, véase Pesaran y Evans (1984), Ruggles (1987).

para los países en desarrollo, en donde los flujos de dinero y crédito muchas veces se canalizan de manera limitada e inadecuada.

Es posible reunir todas las transacciones de una economía monetaria en las cuentas de flujo de fondos, sin embargo, debido a la existencia por separado de las cuentas de ingreso nacional, se ha vuelto convencional omitir todos los flujos no financieros a excepción del **total del ahorro, la inversión y las transacciones de capital** (Brcich, 1973). Puesto que los mencionados agregados no financieros aparecen también en las cuentas de ingreso nacional, ellos **sirven como lazos entre los dos sistemas de contabilidad social** (Brcich, 1973, p. 49). Las cuentas de flujo de fondos se ocupan tanto del financiamiento de bienes de capital como del financiamiento de las actividades de consumo y de las transacciones con activos financieros. Para cada unidad o grupo económico la balanza de sus actividades de financiamiento (relacionadas con el consumo, inversión real o transacciones con activos financieros), tiene que ser necesariamente igual a la diferencia entre sus ahorros (ingreso menos consumo) y la inversión en términos reales. Esto se debe al hecho que en la contabilidad de doble entrada el total de las fuentes de fondos (ingreso más préstamos) tiene que ser igual al empleo total de fondos (consumo, inversión, préstamos).

El sistema de contabilidad de flujo de fondos exige que *la economía se divida en un número de sectores*. La selección de los sectores en principio se determinaría por su significado económico, pero en la práctica es más bien arbitraria y sujeta a la naturaleza limitada e imperfecta de los datos disponibles, y a los objetivos del estudio (Bain, 1973, p. 1069). Una red completamente articulada de cuentas de flujo de fondos (una matriz) representaría el superávit o el déficit de cada sector en la cuenta de capital y el rango y magnitud de sus transacciones con activos financieros.

El déficit/superávit de la cuenta de capital de un sector puede extraerse de las cuentas de ingreso nacional como diferencia entre sus ahorros y su inversión. El resultado tiene que coincidir (en teoría exactamente pero en práctica acercándose debido a las imperfecciones estadísticas²¹) con la cantidad neta prestada/tomada en préstamo por el sector, medida como diferencia entre sus activos y obligaciones financieras. Un sector superavitario, donde los ahorros exceden su formación de capital, incrementará respectivamente sus activos financieros o disminuirá sus obligaciones; y viceversa un sector deficitario que tiene que financiar el exceso de su inversión real sobre sus ahorros, aumentará sus obligaciones financieras o disminuirá los activos financieros acumulados en el pasado. Para mayor precisión hay que tomar en cuenta también la revaluación de los activos financieros, la depreciación de los activos reales y los efectos de la inflación (Jump, 1980, p. 1001).²²

Partiendo de las cuentas de ingreso nacional es posible elaborar una tabla articulada que representa los ahorros, la formación de capital, las transferencias nacionales de capital y los préstamos netos para cualquier número de sectores seleccionados (Brcich, 1973, p. 43).

²¹ Respecto a las dificultades estadísticas en la construcción de matrices de flujo de fondos véase Bain (1973)

²² Algunos autores que proponen maneras de eliminar tales imperfecciones son Siegel (1979), Jump (1980), Buiter (1983), Rugglers (1987), Rushbrook y Wells (1987), Patterson y Stephenson (1988)

La matriz de flujo de fondos representa las transacciones financieras de los agregados, o sea que identifica los cambios en los recursos y obligaciones financieras de cada sector, los cuales igualan los préstamos otorgados o adquiridos por cada sector. Se acostumbra ordenar los activos según su grado de liquidez. Los *usos* financieros igualan las *fuentes* financieras en los casos individuales y en total, en otras palabras, las compras de cualquier activo financiero por algunos sectores igualan las ventas del mismo por otros sectores, y de manera agregada la adquisición de activos financieros iguala las obligaciones creadas.

Los sectores principales para la contabilidad real y financiera son el gobierno, las empresas, los hogares (particulares), las instituciones financieras y el resto de mundo. El sector financiero puede dividirse para separar la autoridad monetaria de las otras instituciones financieras. Y puesto que nos interesan los intermediarios financieros no bancarios hay que dividir las instituciones financieras en monetarias y no monetarias.

Las categorías de activos financieros representan los renglones horizontales de la matriz. la selección de los activos financieros para la cuenta de flujo de fondos depende de la relevancia analítica y de la disponibilidad de datos.²³

La simple representación de los flujos financieros de esta forma articulada es de gran importancia para la ciencia y política económica en un país en desarrollo.²⁴ Para diseñar cualquier política monetaria o financiera es esencial conocer el **ahorro y la inversión agregada y por sectores**, así como los patrones de financiamiento existentes (Drake, 1980, p. 17). Si se construyen matrices de flujos de fondos para una serie de períodos también se pueden **ver y analizar los patrones de financiamiento**.

De relevancia inmediata para los países en desarrollo son **los patrones de financiamiento sectorial y los cambios en éstos por períodos**. El examen de estos cambios puede revelar impulsos financieros autónomos y respuestas inducidas que pueden relacionarse con la expansión o contracción de las actividades de producción y consumo.

Sintetizando, *el marco de flujo de fondos representa una cuenta completa, sistemática y consistente de las transacciones económicas y financieras en una economía*. Su estructura articulada, de doble entrada previene la omisión de transacciones relevantes y permite chequeos internos de la exactitud de datos. Dependiendo solamente de la disponibilidad de datos, la construcción de las cuentas de flujo de fondos es el primer paso para estudiar el dinero y las finanzas en un país en desarrollo (Bain, 1973; Drake, 1980). En la *Cuadro 1* se presenta una matriz hipotética de flujo de fondos. En lo que se refiere a una economía en desarrollo Khatkhate (1972) argumenta que muchos puntos de vista contradictorios sobre las políticas monetarias tales como tasas de interés altas versus tasas de interés bajas, o expansión monetaria versus contracción monetaria, pueden ser reconciliados si el crecimiento económico se entiende en términos de flujo de fondos intersectorial y la diversificación de canales de este flujo (p. 145). En

²³ Por ejemplo, en el caso de México no se cuenta con estadísticas completas sobre los intermediarios no bancarios privados.

²⁴ Un estudio que resalta la importancia del análisis de flujo de fondos para la planeación económica de un país en desarrollo es de Bhatt (1971). Véase también Davies y Drake (1964), Bennett (1965), Rozental (1970), Ortiz (1977), Goldsmith (1985).

CUADRO1 MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS¹
(ejemplo)

	GOBIERNO ²		INSTITUCIONES FINANCIERAS		EMPRESAS Y PARTICULARES		RESTO MUNDO		TOTAL	
	F	U	F	U	F	U	F	U	F	U
BILLETES MONEDAS	3		82			29			32	32
DEPOSITOS BANCARIOS	67		193		147	23			214	214
CREDITO				288	390	110			398	398
BONOS	250	91		42	100		17		250	250
CCIONES			103		50	30			114	183
FONDOS EXTRANJERO		236			6	242			242	242
AUMENTO ³ NETO	147		4		13				164	164
TOTAL	397	397	330	330	461	295	295	295	1483	1483

¹ ADAPTADA DE DRAKE (1990) PARA LOS PROPOSITOS DE ESTA TESIS
² F=FUENTES; U=USOS
³ AUMENTO NETO DE RECURSOS O OBLIGACIONES FINANCIERAS

primer lugar, el enfoque de flujo de fondos a las políticas monetarias permite detectar las demandas de las unidades superavitarias por activos financieros no monetarios, e indicar la necesidad de creación y fomento de nuevas instituciones financieras que satisfagan esta demanda. Los nuevos intermediarios financieros (en su mayoría no bancarios) además de satisfacer la demanda existente de activos financieros novedosos, estimulan esta demanda aún más. Al mismo tiempo el rendimiento de los activos financieros puede inducir al incremento del ahorro total debido a las expectativas de más alto ingreso.

Y en segundo lugar, en lo que se refiere a las tasas de interés en el enfoque de flujo de fondos a las políticas monetarias, tenemos también efectos distintos de un simple aumento de la cantidad total del ahorro. Aquí además influye el costo de oportunidad a mantener diferentes tipos de activos financieros, lo que refleja los rendimientos que se pueden obtener por la tenencia de cada activo en particular, y el equilibrio se alcanza cuando las tasas de rendimiento sobre varios activos financieros convergen.

B. MODELO BASADO EN LA MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS

A través de este modelo ilustraremos los principios generales de la organización de datos y su análisis, que se aplicará en el estudio empírico presentado en los siguientes capítulos.²⁵ Para elaborar la matriz de flujo de fondos emprenderemos los siguientes pasos: 1) Definiremos los sectores económicos y sus recursos y obligaciones; 2) Construiremos el balance general sectorial en base de los recursos y obligaciones determinados; 3) Construiremos la matriz de flujo de fondos.

1. Sectores económicos

Suponemos seis sectores en la economía: gobierno, empresas, hogares, intermediarios financieros bancarios (IFB), intermediarios financieros no bancarios (IFNB) y resto del mundo. El balance general de las tenencias de recursos y obligaciones por sectores se presenta en el Cuadro 2.

Gobierno

Los recursos gubernamentales comprenden :

$P_K K_G$ - valor nominal del capital físico

(P_K -precio del capital y K_G -capital físico)

$m^* M^*$ - proporción de reservas de divisas extranjeras

(M^* - moneda extranjera)

Las obligaciones gubernamentales son las siguientes:

H - base monetaria (moneda y billetes)

B - bonos con valor nominal B y valor capitalizado del mercado Bir

(i - tasa de interés nominal, r - tasa de interés de mercado)

La base monetaria H (monedas y billetes) se mantiene en proporciones h_1, h_2, h_3, \dots y

²⁵ Para la presentación del modelo utilizaremos desarrollos hechos por Gurley y Shaw (1960), Tobin (1965, 1980), Siegel (1978), Patterson y Stephenson (1988), Schreft (1992), Ireland (1994)

$1-h_1-h_2-h_3$ en los sectores de bancos, IFNB, empresas y hogares, respectivamente y el acervo de valores B se mantiene en proporciones b_1, b_2, b_3, b_4 y $1-b_1-b_2-b_3-b_4$ en los bancos, IFNB, hogares, empresas y resto del mundo, respectivamente.

IFB (intermediarios financieros bancarios)

Los bancos operan usando como reservas parte de la base monetaria h_1 y sus tenencias b_1 de deuda gubernamental B que rinde interés, emitiendo depósitos monetarios M (obligaciones de los bancos), que se mantienen en proporciones m_1, m_2 y $1-m_1-m_2$ por las empresas, hogares y el resto del mundo. Las tenencias extranjeras de moneda nacional pueden tratarse como reservas de divisas extranjeras del resto del mundo.

Por el lado de los recursos, los bancos otorgan préstamos L a los intermediarios no bancarios, las empresas y los particulares en proporciones l_1, l_2 y $1-l_1-l_2$, respectivamente. Los créditos rinden interés que pararía en manos del gobierno si éste es él que posee los bancos y se redistribuiría entre los particulares si los bancos son propiedad privada. Los bancos también invierten en la fracción m'_1 de la emisión de valores indirectos no monetarios de los IFNB M' con valor nominal $M'(1+i')$. Suponemos que los bancos mantiene la parte m^*_2 de las divisas extranjeras M^* .

IFNB (intermediarios financieros no bancarios)

Los IFNB tienen sus recursos distribuidos entre la fracción h_2 de la base monetaria H (billetes y moneda), la fracción m_1 de la emisión bancaria M y la fracción b_2 de los bonos gubernamentales B , así como la fracción e_1 de la emisión de acciones E por las empresas. Suponemos también que éstos tienen la parte m^*_3 del acervo de divisas extranjeras M^* .

Sus obligaciones consideran la fracción l_1 de los créditos bancarios L , y la emisión de valores indirectos no monetarios M' .

Empresas

Sus recursos comprenden la tenencia de la fracción h_3 de billetes y monedas de la base monetaria, las fracciones m_2 del acervo de dinero, b_3 del acervo de valores gubernamentales, m'_2 de la emisión de valores indirectos no monetarios M' , y el acervo de capital K_f , con valor nominal $P_K K_f$. A las empresas les corresponde también la fracción m^*_4 de las divisas extranjeras M^* .

Sus obligaciones comprenden la fracción l_2 de los créditos bancarios y la emisión de acciones E con valor nominal $P_e E$ (donde P_e es el precio de una acción).

Hogares

Sus recursos comprenden la tenencia de la fracción $(1-h_1-h_2-h_3)$ de los billetes y moneda H , y las fracciones m_3 del dinero creado por los bancos M , b_4 del acervo de valores gubernamentales B , e_2 de las acciones de las empresas E , y $1-m'_1-m'_2$ de los valores indirectos no monetarios M' . Suponemos que los particulares mantienen la fracción $(1-m^*_1-m^*_2-m^*_3)$ del acervo de divisas extranjeras y la fracción $(1-b^*_1-b^*_2)$ de los bonos extranjeros.

Sus obligaciones corresponden a la magnitud $(1-l_1-l_2)$ del acervo de créditos L .

Resto del mundo

Este sector dispone de la fracción $(1 - m_1 - m_2 - m_3)$ del acervo nacional de recursos monetarios, la fracción $(1 - b_1 - b_2 - b_3 - b_4)$ de los bonos gubernamentales B , y la fracción $(1 - e_1 - e_2)$ de las acciones emitidas por las empresas nacionales E . Otro recurso es el capital extranjero P^*K^* en términos nominales.

El lado de las obligaciones del sector "Resto del mundo" es consecuencia lógica de las definiciones anteriores.

2. Balance General Sectorial²⁶

Se observa que las sumas de cada fila del balance general (Cuadro 2) es igual a 0 (fuentes - usos), excepto que la riqueza neta de la economía nacional, es $P_K (K_g + K_f)$ y la riqueza neta total es $P_K (K_g + K_f) + P^*K^*$. En este caso el balance no está debidamente "balanceado" siendo la riqueza neta el flujo de ahorros propiamente acumulado.

Las entradas del balance general se refieren a cantidades reales ajustadas a los precios del PNB.

El balance general presentado de tal manera corresponde al punto de vista que el dinero no es riqueza neta (Gurley y Shaw, 1960; Tobin, 1965).²⁷ Por consiguiente la riqueza neta comprende capital tangible.

El balance general representa tenencias de recursos y obligaciones en un momento particular (situación de acervos en un momento dado).²⁸ Sin embargo, la posición de acervos cambia en el tiempo, por medio de los flujos de fondos o ahorros que entran o salen de los distintos sectores.

3. Derivación del ahorro real por sectores económicos

Suponemos que las variables consistentes para el análisis de acervos-flujos serán:

$$(1) \quad y(t) = \Delta x(t) / \Delta t \quad \text{o bien}$$

$$(2) \quad y(t) = \Delta x(t) + a$$

siendo $x(t)$ el valor real de la riqueza, $y(t)$ la inversión neta, y a una constante de integración que para simplificar asumimos que es 0 (Siegel, 1978). Por ejemplo, si $x(t)$ es el valor real de la riqueza, el ahorro real será el cambio en este valor real en el tiempo. Así, el ahorro real es la diferencia entre el ingreso (incluyendo las revaluaciones en la riqueza neta) y el consumo de bienes y servicios. Si $y(t)$ es la inversión neta, $x(t)$ representará el acervo de capital.

²⁶ Para la forma detallada de presentar balances generales nacionales véase Goldsmith (1985)

²⁷ " El dinero como recurso financiero de los sectores privados se iguala con el dinero como deuda del gobierno, por lo que desaparece" (Gurley y Shaw, 1960)

²⁸ Patterson y Stephenson (1988) lo caracterizan como "fotografía de la posición de los acervos en la economía"

CUADRO 2 BALANCE GENERAL SECTORIAL

	GOBIERNO	BANCA	IFNB	EMPRESAS ¹
	R	O	R	O
	R	O	R	O
BASE				
MONETARIA ²	H/P	$h_1/H/P$	$h_2/H/P$	$h_3/H/P$

ECON.NAC.				
DINERO		M/P	$m_1/M/P$	$m_2/M/P$
VALORES				
INDIR.N.M.	$m'_{11}M'(1+i')/P(1+r')$		$M'(1+i')/P(1+r')$	$m'_{21}M'(1+i')/P(1+r')$
CREDITO	L/P		l_1L/P	l_2L/P
BONOS	B_1/P_r	$b_1 B_i/P_r$	$b_2 B_i/P_r$	$b_3 B_i/P_r$
ACCIONES			$e_1P_E/E/P$	P_EE/P
CAPITAL	PKKG/P			PKKF/P

RESTOD.MUNDO				
DINERO	$m_1 * M^*/eP$	$m_2 * M^*/eP$	$m_3 * M^*/eP$	$m_4 * M^*/eP$
BONOS				
CAPITAL				

¹ Aunque en los balances generales no se dividen los sectores de las empresas y de los particulares (se dan como un sector, aquí asumimos esta división para explicitar los recursos y las obligaciones de cada sector)

² La parte H de la base monetaria se separa con fines analíticos para discernir las obligaciones del banco central (gobierno) y de los bancos comerciales. La matriz (usos=fuentes) comienza abajo de la línea punteada.

CUADRO 2 BALANCE GENERAL SECTORIAL
(CONTINUACION)

	HOGARES	ECONOMIA	RESTO DEL	SUMA
	NACIONAL	AGR.	MUNDO	FILAS
<i>R</i>	<i>0</i>	<i>Recursos neto</i>	<i>R</i>	<i>0</i>
BASE MONETARIA		0		0
ECON.NAC.				
DINERO	$m_3/M/P$	$-(1-m_1-m_2-m_3)M/P$	$(1-m_1-m_2-m_3)M/P$	0
VALORES				
INDIR.N.M.	$m_2M'(1+i')/P(1+r')$	$-(1-m^1_1-m^2_2-m^3_3)M'(1+i')/P(1+r')$	$(1-m^1_1-m^2_2-m^3_3)M'/P$	0
CREDITO	$(1-l_1-l_2-l_3)L/P$	0		
BONOS	b_4Bi/Pr	$-(1-b_1-b_2-b_3-b_4)Bi/Pr$	$(1-b_1-b_2-b_3-b_4)Bi/Pr$	0
ACCIONES	e_2PEE/P	$-(1-e_1-e_2)PEE/P$	$(1-e_1-e_2)PEE/P$	0
CAPITAL		$(K_G+K_F)PK/P$	$K_G+K_F)PK/P$	
RESTO.MUNDO				
DINERO	$(1-m_1^*-m_2^*-m_3^*-m_4^*)M^*/eP$	M^*/eP	$-M^*/eP$	0
BONOS	$(1-b_1^*-b_2^*-b_3^*)B^*/i^*/ePr^*$	$-B^*/i^*/ePr^*$	$B^*/i^*/ePr^*$	
CAPITAL			K^*PK^*/eP	K^*PK^*/eP

SUMA COLUMNA:
 $[(K_G+K_F)+K^*PK^*/eP]PK/P$

Los recursos del gobierno en el balance general representan tenencias reales de capital físico y reservas de divisas extranjeras. Diferenciando $P_K K_G / P$ respecto al tiempo, obtenemos:

$$(3) \Delta(P_K K_G / P) \Delta t = P_K K_G / P + (w_K - w) P_K K_G / P$$

$$w_K = \dot{P}_K / P_K, \quad w = \dot{P} / P,$$

el punto sobre las variables indica derivada temporal. El cambio en el valor real del capital comprende el cambio físico K_G y la revaluación del capital existente según el nivel de la inflación.

Volviendo a las reservas de divisas extranjeras y diferenciando M^* / cP obtenemos:

$$(4) \Delta(M^* / cP) \Delta t = M^* / cP - (c/c + w)m,^* M^* / cP$$

Existen efectos de revaluación por concepto del tipo de cambio (c) y variaciones de los precios, o sea una variación de la tasa de interés baja el valor monetario de las tenencias internas de divisas y la inflación interna actúa como un impuesto sobre el valor monetario de las divisas extranjeras.

Por el lado de obligaciones obtenemos diferenciando el valor real de la base monetaria (y multiplicando por -1, por ser obligación):

$$(5) -\Delta(H/P) / \Delta t = -H/P + wH/P$$

El segundo término es el ajuste de inflación aplicado a la base monetaria (billetes y moneda). También por el lado de las obligaciones del balance general del sector "Gobierno" se encuentra el valor real de mercado de los bonos nacionales; este elemento es muy importante en el ajuste de las medidas convencionales del déficit gubernamental.

Diferenciando Bi/Pr respecto al tiempo, obtenemos:

$$(6) -\Delta(Bi/Pr) / \Delta t = -[B + B(i/r - 1)] + [(i/i)Bi/r - (r/r + w)Bi/r] / P$$

La riqueza real del sector "Gobierno" W_G es la suma de los recursos y obligaciones presentados en el balance general, y el ahorro real es el cambio en la riqueza real en el tiempo, o sea ΔW_G dado por la suma de (2) a (6).

La derivación del ahorro real para los demás sectores se hace de manera similar. El balance general en un momento específico presenta el acervo de la riqueza neta, los cambios en la riqueza definen el ahorro real.²⁹ El ahorro real por sectores se obtiene diferenciando cada entrada del balance general respecto al tiempo y sumando las columnas respectivas.

²⁹ El ahorro ajustado por sectores económicos se presenta en el Apéndice II de este capítulo. Aunque este ajuste no se realizará en los capítulos empíricos debido a las deficiencias estadísticas, me parece muy importante especificarlo de manera teórica como herramienta a utilizar en otros estudios posteriores.

4. Matriz de flujo de fondos

A continuación, como resultado de los pasos seguidos en los apartados 1 a 3, se construye una matriz de flujo de fondos (Cuadro 3). Cada fila de la matriz (1-8) representa la adquisición de los siete activos financieros: dinero, valores indirectos no monetarios, bonos, acciones, crédito y divisas por cada uno de los sectores económicos, gobierno, intermediarios financieros bancarios, intermediarios financieros no bancarios, hogares, empresas y el resto del mundo. La última fila representa la adquisición consolidada de activos financieros por cada sector económico. Para mostrar la adquisición neta de activos financieros, se pueden agregar filas que muestran los ajustes debidos a la apreciación.

La fila principal de la matriz presenta el ingreso ajustado menos los gastos corrientes para cada uno de los seis sectores. Las filas 1-8 muestran como estos recursos se distribuyen entre los siete activos financieros. La fila 9 muestra la adquisición neta de activos financieros (ANAF), y representa la suma de las columnas de las filas anteriores.³⁰

V. PRODUCTO NACIONAL Y ESTRUCTURA FINANCIERA

Como se indicó anteriormente³¹ estudiando el flujo de fondos en períodos continuos puede obtenerse la información sobre el desarrollo financiero. Sin embargo, el análisis de flujo de fondos no aporta información sobre la relación entre la estructura financiera y los niveles nacionales de producción. Esta relación tampoco se ve explícitamente en el análisis de equilibrio económico presentado en la sección III del presente capítulo. Debido a esto, para acompletar el análisis es necesario emplear también medidas cuantitativas derivadas del acervo de activos reales y financieros para uno y/o varios períodos. Las ventajas de este método son: *primero*, se pueden relacionar directamente las medidas cuantitativas de la estructura financiera con los niveles de producción, y *segundo*, se pueden derivar datos comparativos para distintos períodos representativos. Por consiguiente, *hay que utilizar tanto los flujos, como los acervos de fondos para analizar los cambios en la estructura financiera*. Ambas metodologías se utilizarán en los siguientes capítulos de este estudio.

Raymond Goldsmith ha presentado los fundamentos de las medidas más importantes de la estructura financiera, que posteriormente han sido desarrolladas por otros autores tomando en cuenta la naturaleza de la información disponible y los énfasis deseados de su análisis (CEPAL, 1971; Ortiz, 1977; Wai, 1977; Drake, 1980, etc.). La relación básica entre la estructura financiera de una nación y su infraestructura real es la

³⁰ Agregando las revaluaciones en los bienes de capital y las compras de capital K, mediante la matriz se puede obtener el cambio en la riqueza tangible. En el Apéndice II de este capítulo se puede consultar la forma extendida de la matriz de flujo de fondos, donde las filas 9-17 muestran la parte del ahorro destinada a la apreciación de los activos..

³¹ Ver Sección IV. A del presente Capítulo

CUADRO 3. MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS

ACTIVOS	GOBIERNO	IFB	IFNB	HOGARES	EMPRESAS	RESTO DEL MUNDO	SUMAS FILAS
1. H	-H/P	$h_1 H/P$	$h_2 H/P$	$(1-h_1-h_2-h_3)H/P$	$h_3 H/P$		0
2. M	-	-M/P	$m_1 M/P$	$m_3 M/P$	$m_2 M/P$	$(1-m_1-m_2-m_3)M/P$	0
3. M'	-	$m'_1 M'/P$	-M'/P	$m'_3 M'/P$	$m'_2 M'/P$	$(1-m'_1-m'_2-m'_3)M'/P$	0
4. B	-B/P	$b_1 B/P$	$b_2 B/P$	$b_4 B/P$	$b_3 B/P$	$(1-b_1-b_2-b_3-b_4)B/P$	0
5. E	-	-	$e_1 E/P$	$e_2 E/P$	-E/P	$(1-e_1-e_2)E/P$	0
6. L	-	L/P	$-l_1 L/P$	$-(1-l_1,2)L/P$	$-l_2 L/P$	-	0
7. M*	$m^*_1 M^*/eP$	$m^*_2 M^*/eP$	$m^*_3 M^*/eP$	$(1-m^*_{1,2,3,4})M^*/eP$	$m^*_4 M^*/eP$	$-M^*/eP$	0
8. B*	$b^*_1 B^*/eP$	$b^*_2 B^*/eP$	$b^*_3 B^*/eP$	$(1-b^*_{1,2,3})B^*/eP$	-	$-B^*/eP$	0
9. W	Bi/Pr	$-(M+L)/P$	$-M'-l_1 L/P$	$[(1-l_1,2)L-m_3 M- (m'_1 M'+b_1 B)/P$	$-l_2 L/P$	$-[(1-m_{1,2,3})M + (1-m'_{1,2,3})M' + (1+i)/r' + (1-b_3 B)/P$	$-b_{1,2,3,4}Bi/r]P$

razón de interrelaciones financieras (RIF). La RIF se obtiene dividiendo el valor total de todos los activos financieros en existencia en cierto momento por la riqueza nacional.³²

La RIF es difícil de calcular para los países en vías de desarrollo, dada la ausencia de estimaciones sobre la riqueza nacional, especialmente el componente tierra, y la falta de datos sobre el volumen de instrumentos financieros en circulación. En este caso, para medir la estructura financiera de un país en desarrollo se puede medir la razón de interrelaciones financieras dividiendo el valor de los activos de las instituciones financieras por el valor del producto interno bruto.

Medida de esta manera la RIF representa, por lo general, adecuadamente los cambios en la estructura financiera de los países en desarrollo, excepto en algunos países predominantemente agrícolas. La RIF se puede considerar como medida esencial de la estructura financiera porque refleja la relación cambiante entre el tamaño del sector financiero y el del sector real de una economía (Goldsmith, 1965, p. 38).³³

Otras medidas importantes de la estructura financiera en una economía nacional son: a) las razones de las participaciones sectoriales a activos financieros totales; b) las razones de tamaño relativo de las instituciones financieras, así como de la participación de los varios tipos de intermediarios financieros en el total de activos financieros, o bien como proporción del PIB (Goldsmith, 1969, pp. 26-29).³⁴

Como los flujos que ocurren durante un período son la diferencia entre los saldos iniciales y los finales, *los acervos corresponden a los flujos acumulados*. O sea, las razones derivadas de las relaciones de los acervos tienen un paralelo correspondiente para los flujos. Una razón financiera que mide los flujos es la razón entre las nuevas emisiones agregadas de valores financieros (RNEA) y el producto real (Goldsmith, 1969, p. 28-29). Así, los cambios de la RIF y otras relaciones de los acervos revelan los aspectos más importantes de la estructura financiera, que pueden completarse con fuentes y usos de fondos para identificar las tendencias actuales (Ortiz, 1980, p. 284).

VI. SÍNTESIS

Entre los investigadores existen puntos de vista que varían desde la superneutralidad del dinero hasta el reconocimiento de la sustituibilidad entre el dinero y el amplio rango de activos financieros provistos por la deuda del gobierno y por las obligaciones de los intermediarios financieros no monetarios. Una de las importantes controversias entre los teóricos monetarios es respecto a los efectos sobre la velocidad de la circulación monetaria que ejerce la presencia de un volumen sustancial de activos líquidos que son fáciles sustitutos del dinero. En los primeros años de posguerra se discutía principalmente la influencia de la deuda pública a corto plazo; desde la mitad de la década de los 50, el centro de atención se ha trasladado hacia los pasivos de los

³² La riqueza nacional es estimada por el valor total de mercado del PIB multiplicado por la razón promedio de capital-producto (incluyendo la tierra).

³³ Para más detalles sobre el cálculo de RIF para los países en vías de desarrollo ver Apéndice IV de este capítulo

³⁴ Estas medidas de estructura financiera junto con la RIF se utilizan en los Capítulos empíricos de esta tesis para analizar los cambios de patrones de financiamiento en México y la evolución de los intermediarios financieros no bancarios respecto al financiamiento de los distintos sectores económicos.

intermediarios financieros no bancarios. Puesto que los activos de los intermediarios financieros no bancarios para fines prácticos se pueden considerar casi tan líquidos como los depósitos a la vista, estas instituciones son muy importantes para la determinación de las políticas de estabilización y desarrollo. Si, por ejemplo, el gobierno disminuye la oferta de dinero en su expresión tradicional, para bajar el gasto en activos reales y financieros con el objetivo de disminuir la inflación, las tasas de interés de los valores subirán.

Consecuentemente, los intermediarios financieros no bancarios subirán sus tasas de interés para atraer más fondos dado que pueden destinar éstos a inversiones en valores de alto rendimiento. El alza de las tasas de interés y las actividades promocionales de estos intermediarios atraerán más dinero hacia ellos, descongelando dinero mantenido hasta aquel entonces inactivo. Como resultado de este proceso habrá una expansión neta en la demanda de los valores (emitidos por los intermediarios), un alza moderada en las tasas de interés, y lo más importante será la canalización del dinero mantenido antes inactivo (atesorado) hacia el prestatario (inversionista) final.

De las aportaciones de Gurley y Shaw, desarrolladas posteriormente por Bennett, Patinkin, Tobin, Bernanke, Ortiz, entre otros, y del modelo de equilibrio general analizado en el Apéndice II, resalta la interdependencia entre las variables reales y financieras, así como la influencia de los intermediarios financieros para incrementar el crecimiento económico (o la producción), por medio de la distribución de los recursos financieros entre consumo actual y ahorros, generando estos últimos la inversión del sector empresarial (Tobin, 1965, 1980).

Las actividades de los intermediarios financieros, o sea el incremento de la cantidad de valores indirectos llevan hacia un aumento del endeudamiento (debido a la mayor liquidez y menor riesgo de estos valores). En este caso las preferencias de los intermediarios particulares por prestatarios y las preferencias de éstos por mercancías pueden afectar ciertas demandas de bienes (Bennett, 1965), lo que afecta el producto nacional. Por otro lado, los valores indirectos no monetarios creados por los intermediarios no bancarios afectarán la demanda de mercancías (que son relativamente buenos sustitutos de los valores indirectos no monetarios), y esto a su vez podría influir sobre la producción de las mismas, según el grado en que se afecte cada demanda en particular.

Mientras que los intermediarios bancarios pueden afectar las variables económicas reales mediante un cambio de la oferta monetaria, los intermediarios financieros no bancarios pueden afectar estas variables incrementando la liquidez de los bonos e influyendo, por consiguiente, sobre el conjunto de factores que determinan las preferencias del público (Ortiz, 1980). Esto a su vez afecta la demanda de dinero y puede modificar la velocidad de circulación.

El desarrollo de la intermediación financiera induce el crecimiento económico también bajando las tasas de interés, y por lo tanto, volviendo más baratas y económicamente posibles las inversiones, o bien permitiendo el incremento de la cantidad de inversiones factibles. Las tasas de interés más bajas permiten a las pequeñas y medianas empresas una ampliación de sus inversiones, que de otro modo no hubiese sido posible por falta de financiamiento. Esto a su vez reduce la tendencia a la monopolización de la producción y contribuye a una distribución más equitativa del ingreso. Es

importante añadir que las instituciones financieras gubernamentales no monetarias (bancos de fomento y desarrollo) complementan el desarrollo financiero por medio de la compra de valores primarios difíciles de comercializar en el sector privado. También contribuyen con la emisión de algunos valores indirectos, que no son ofrecidos por los intermediarios privados (Gurley y Shaw, 1960).

El análisis de las transacciones financieras en una economía basado en la matriz de flujo de fondos, nos permite identificar los cambios en los recursos y obligaciones financieras de cada sector económico, mismos que igualan los préstamos otorgados y adquiridos por cada sector. A su vez los cambios en los recursos y obligaciones de los intermediarios financieros, nos permiten resaltar su importancia para el financiamiento de la economía, la acumulación de capital y el crecimiento económico en los periodos respectivos.

La simple presentación de los flujos financieros de esta forma articulada es de gran importancia para la ciencia y política económica de un país en desarrollo. Para diseñar cualquier política monetaria o financiera es esencial conocer el ahorro y la inversión de manera agregada y por sectores, así como las aportaciones de recursos financieros por los diferentes tipos de intermediarios financieros y los patrones de financiamiento existentes (Drake, 1980).

De relevancia inmediata para los países en desarrollo son los patrones de financiamiento sectoriales y los cambios de éstos por periodos. El examen de estos cambios puede revelar impulsos financieros autónomos y respuestas inducidas que pueden relacionarse con la expansión o contracción de las actividades de producción y consumo. Además para una economía en desarrollo pudieran reconciliarse muchos puntos de vista contradictorios sobre las políticas monetarias (por ejemplo, tasas de interés altas versus tasas de interés bajas, o expansión monetaria versus contracción monetaria), si el crecimiento económico se entiende en términos de flujo de fondos intersectorial, y la diversificación de canales de este flujo (Khatkate, 1972). La revaluación de los activos es un importante factor determinante de la conducta de consumo y de la acumulación (Patterson y Stephenson, 1988).

Puesto que los flujos que ocurren durante un período son la diferencia entre los saldos iniciales y finales, los acervos pueden considerarse como flujos acumulados. El análisis de fuentes y usos de fondos puede complementarse con ciertas medidas en base de acervos, que nos permiten evaluar la estructura financiera (por ejemplo, la razón de interrelaciones financieras), para precisar las conclusiones de las investigaciones empíricas según la disponibilidad de datos estadísticos y los objetivos del estudio respectivo.

Habiendo especificado en este capítulo las principales herramientas para realizar el estudio empírico de esta tesis, procederé en los siguientes capítulos con el análisis empírico del papel de los intermediarios financieros no bancarios en México en base del análisis de flujo de fondos y coeficientes de profundización financiera, basados en acervos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL SEGUNDO CAPITULO

- *Bam, A.D. (1973) "Surveys in Applied Economics: Flow of Funds Analysis" En: Economic Journal, December, 1973
- *Benett, R.L. (1965) **The Financial Sector and Economic Development: The Mexican Case**, The Johns Hopkins Press, Baltimore, 1965
- *Bhatt, V.V. (1980) "Saving and Flow of Funds Analysis: A Tool for Financial Planning in India" En: **Money and Monetary Policy in Less Developed Countries**, (Ed. Khatkhate, D.R. y W.L. Coats), Maxwell, NY, 1980
- *Bricich, J.M. (1972) **Estructura y Transacciones del Sistema Financiero**, México, CEMLA
- *Butter, W.H. (1983) "Measurement of the public sector deficit and the applications for policy evaluations and design" En: IMF Staff Papers, Vol. XXX, 1983, pp. 306-49
- *Cooley, T. and G.D. Hansen (1989) "The Inflation Tax in the Real Business Cycle Model" En: American Economic Review, Sept., 1989, 79 (4), pp. 733-748
- *Cottrell, Allan (1994) "Post-Keynesian Monetary Economics" En: Cambridge Journal of Economics, 1994, 18, pp. 587-605
- *Dhantone, J.P., J. Donaldson and L. Smith (1987) "On the Superneutrality of Money in a Stochastic Dynamic Macroeconomic Model" En: Journal of Monetary Economics, Dec., 1987, 20 (3), pp. 475-499
- *Davies, W.E. and P.J. Drake (1964) "Flow and Funds Social Accounting: A Malaya Example" En: Malayan Economic Reviews, October, 1964
- *Drake, P.J. (1969) **Financial Development in Malaya and Singapore**, Canberra, Australia, 1969
- *Drake, P.J. (1980) **Money, Finance and Development**, Oxford, Martin Robertson, 1980
- *Fisher, Irving (1963) **The Purchasing Power of Money**, New York, A.M. Kelley, 1963
- *Friedman, Milton (1959) "The Demand of Money: Some Theoretical and Empirical Results" En: Journal of Political Economy, August 1959, 67 (4), pp. 327-351
- *Garrido, C. y T. Peñaloza Webb (1996) **Ahorro y Sistema Financiero Mexicano**, México D.F., Grijalbo, 1996
- *Goldsmith, R.W. (1965) **The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy**, New York, National Bureau of Economic Research, 1965
- *Goldsmith, R.W. (1969) **Financial Structure and Development**, New Haven, Conn., Yale University Press, 1969
- *Goldsmith, R.W. (1985) **Comparative National Balance Sheets**, Chicago, University of Chicago Press, 1985
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1955) "Financial Aspects of Economic Development" En: American Economic Review, Sept., 1955
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1956) "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process" En: Journal of Finance, 11, 1956
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1967) "Financial Structure and Development" En: Economic Development and Cultural Change, April, 1967
- *Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1960) **Money in a Theory of Finance**. Washington, DC, Brookings Institution, 1960
- *Hicks, J.R. (1967) **Critical Essays in Monetary Theory**, Oxford, Clarendon Press, 1967
- *Jump, G.V. (1980) "Interest Rates, Inflation Expectations and Spurious Elements in Measures Real Income and Savings" En: American Economic Review, Vol. 70, 1980, pp. 999-1004
- *Ireland, P.N. (1994) "Money and Growth: An Alternative Approach" En: American Economic Review, March 1994, pp. 47-65
- *Mantey de Anguiano, Guadalupe (1994) **Lecciones de Economía Monetaria**, México, UACPyP/CCH/UNAM, 1994
- *McKinnon, R.I. (1973) **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC, Brookings Institution, 1973
- *Orphanides, A. and R. Solow (1990) "Money, Inflation and Growth" En: **Handbook of Monetary Economics** (Ed. B.M. Friedman and B.H. Hahn), Amsterdam, North-Holland, 1990, pp. 223-261

- *Ortiz, E. (1977) "Financial Intermediation and Financial Integration in Developing Nations: The Case of Mexico", Tesis Doctoral, Universidad de Wisconsin Madison
- *Ortiz, Edgar (1980) "Los países en vías de desarrollo y la intermediación financiera" En: Monetaria, Vol. II, #3, Octubre de 1980
- *Patinkin, Don (1961) "Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory" En: American Economic Review, 43, marzo 1961, pp. 95-116
- *Patterson, K.D. and M.J. Stevenson (1988) "Stock-Flow Consistent Accounting: A Macroeconomic Perspective" En: The Economic Journal, September 1988
- *Pesaran, M.N. R.A. Evans (1984) "Inflation, Capital Gains and U.K. Personal Savings: 1953-1984" En: The Economic Journal, Vol. 95, 1984, pp. 237-57
- *Powelson, J.P. (1960) **National Income and Flow of Funds Analysis**. New York, McGraw Hill, 1960
- *Ritter, Lawrence S. (1970) "The flow of funds accounts: a framework for financial analysis" En: Marshall D. Ketchum (Ed.) **Financial Institutions and Markets**, Houghton Mifflin, Boston Mass., 1970
- *Rozenal, A.A. (1970) **Finance and Development in Thailand**. New York, Praeger, 1970
- *Ruggles, N.D. (1987) "Financial Accounts and Balance Sheets: Issues for the Revision of S.N.A." En: Review of Income and Wealth, Vol. 33, 1987, pp. 39-62
- *Rushbrook, A. and J. Well (1987) "National and Sector Balance Sheets in Concept and Practice" En: Review of Income and Wealth, Vol. 33, 1987, pp. 19-38
- *Schreft, S.C. (1992) "Transaction Costs and Use of Cash and Credit" En: Economic Theory, April 1992, pp. 283-296
- *Sidrausky, M. (1967) "Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy" En: American Economic Review, May 1967, 57 (2), pp. 534-544
- *Siegel, J.J. (1979) "Inflation induced distortions in government and private saving statistics" En: Review of Economics and Statistics, Vol. 61, 1979, pp. 83-90
- *Smith, Paul F. (1979) **Money and Financial Intermediation**, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1979
- *Solow, R. (1956) "A contribution to the theory of economic growth" En: Quarterly Journal of Economics, 70 (1), 1956
- *Stockman, Alan C. (1981) "Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy" En: Journal of Monetary Economics, November 1981, 8, pp. 387-393
- *Tobin, James (1958) "The interest elasticity of transactions demand for cash" En: Review of Economic Studies 25, February 1958
- *Tobin, James (1965) "Money and Economic Growth" En: Econometrica, Vol. 33, 1965
- *Tobin, James (1980) **Acumulación de activos y actividad económica**. Alianza Editorial, Madrid, 1980
- *Wicksell, Knut (1978) **Lectures on Political Economy**, Vol.II, Fairfield, NJ, A.M. Kelley, 1978

APÉNDICE I

MODELO DE TRES SECTORES CON DEUDA INDIRECTA

Para ilustrar mejor la interdependencia entre las variables reales y financieras en la economía utilizaremos un modelo de tres sectores con deuda indirecta. Este modelo presenta las condiciones de equilibrio de los principales mercados de una economía hipotética,¹ permitiendo discernir la influencia cuantitativa y cualitativa de las variables financieras y de los intermediarios financieros no bancarios sobre las variables reales de esta economía.

Suponemos una economía de tres sectores cuyo nivel de producción, Y , permanece estacionario en el tiempo, y que está en pleno empleo. Los sectores en esta economía son: el sector de los hogares (unidades de gasto superavitarias), el sector de las empresas (unidades de gasto deficitarias), y el sector de los intermediarios financieros que comprende dos subsectores: uno de intermediarios monetarios, Fm , que incluye el banco central y otras instituciones bancarias públicas y privadas, y uno de intermediarios no monetarios, Fn .

El sector de los hogares obtiene ingresos por concepto de sus servicios laborales al sector de las empresas. Los hogares disponen de activos reales y financieros, siendo los últimos: deuda indirecta monetaria, como depósitos a la vista y efectivo; deuda indirecta no monetaria, consistente en valores emitidos por intermediarios no monetarios; y deuda empresarial directa.

Los activos financieros pueden ser valores primarios o valores indirectos. Los valores primarios son obligaciones y acciones de las unidades de gasto; los valores indirectos son las obligaciones de los intermediarios financieros. El *dinero* se representa por las obligaciones de los intermediarios monetarios, que se utilizan como medio de cambio (depósitos a la vista); los *valores indirectos no monetarios son todas las demás obligaciones de los intermediarios* financieros.

Supongamos que las decisiones de la política financiera se basan en la cantidad real de valores indirectos más que en la cantidad real de dinero.² En particular suponemos que los valores indirectos no monetarios, M' , son obligaciones a pagar \$1.00 a dos años a partir de la fecha de emisión. Supongamos que en cualquier tiempo dado la cantidad de estos valores se compone de 730 partes iguales, y cada día vence una de éstas y se repone por un número similar de obligaciones a dos años (sugerido por Bennett, 1965, p. 16).

Así, en cualquier momento dado, el valor indirecto no monetario promedio tiene vigencia de 1 año y su precio se da por el recíproco de $(1+i)$.³ El precio del acervo

¹ Como ya se indicó en el Segundo Capítulo, Parte IV, estamos utilizando un escenario neoclásico de acuerdo al análisis de Gurley y Shaw.

² Esto es una consecuencia lógica del hecho que con el desarrollo de una economía la demanda de agregados monetarios más amplios supera la demanda de dinero (Véase Primer Capítulo, p. 27)

³ Si representamos el precio del valor indirecto con P , $P+Pi=1$, o bien $P(1+i)=1$, por lo tanto $P=1/(1+i)$, y el precio de todos los valores indirectos no monetarios en el mercado (M') se obtiene multiplicando su cantidad M' por $1/(1+i) = M'/(1+i)$

de los valores indirectos no monetarios se da por $M'/(1+i')$ (el número de valores indirectos no monetarios, dividido por 1 más la tasa de interés de estos valores).⁴

Los consumidores individuales intentan optimizar sus carteras de deuda directa e indirecta con el máximo de rendimientos; esto lo hacen sujetos a una restricción presupuestaria (riqueza neta) y por el deseo de disminuir riesgos tales como pérdidas de capital en caso de que necesitaran poner en venta en el mercado una parte de sus activos financieros para incrementar sus saldos monetarios con fines transaccionales.

Así los consumidores particulares dividen sus tenencias entre deuda directa y deuda indirecta basándose en consideraciones de utilidad esperada (Ortiz, 1980, p. 266).

En la economía aquí modelada las empresas toman prestado directamente de los ahorradores, o indirectamente a través de los intermediarios financieros. Las empresas ofrecen tasas determinadas de rendimiento, i , sobre la deuda. Debido a la incertidumbre, y el riesgo de las futuras operaciones empresariales, y la limitada liquidez de la deuda directa, los ahorradores particulares prefieren colocar la mayor parte de sus recursos en deuda indirecta.

Las obligaciones emitidas por los intermediarios financieros garantizan a los ahorradores tasas de rendimiento, i' , más bajas que la deuda directa, pero implican mucho menos riesgo y más liquidez. Los intermediarios financieros obtienen sus ingresos optimizando su cartera de deuda directa de las empresas y ganando un rendimiento que consiste en la diferencia entre i , e i' .⁵

Por consiguiente, deberán de equilibrarse cuatro mercados: el de bienes, el de bonos, el de valores indirectos y el dinero (puesto que se supuso pleno empleo podemos abstraernos del mercado de trabajo).

Para llegar a las condiciones de equilibrio, que nos servirán de base para analizar la influencia de los intermediarios financieros no monetarios sobre las variables reales, siguiendo el marco de contabilidad social utilizado por Gurley y Shaw, y después por Patinkin, Bennett y Ortiz, en primer lugar hay que definir las identidades del dinero total en la economía, la cantidad de valores indirectos no monetarios en la economía, el monto de la deuda directa de las empresas mantenida por los intermediarios financieros, y la cantidad total de bonos en la economía:

$$(1) M = M^h + M^f$$

La cantidad nominal de dinero M es igual al acervo de dinero de los hogares, M^h , más el acervo de dinero de las empresas, M^f .

$$(2) M' = M'^h + M'^f$$

La cantidad de los valores indirectos no monetarios M' es igual al acervo inicial de los hogares, M'^h , más el acervo inicial de las empresas M'^f

⁴ Para los bonos perpetuos autores como Gurley y Shaw, Bennett, Patinkin, Ortiz, utilizan B/i , sin embargo para enriquecer el modelo en cuanto a los bonos no perpetuos (valores indirectos), los mismos autores introducen $M'/(1+i')$, lo que permite destacar estrictamente el papel de los intermediarios no monetarios de acuerdo con el objetivo de esta tesis.

⁵ Los intermediarios financieros obtienen también ganancias de capital, sin embargo, nos abstraemos de éstas en el modelo puesto que su introducción no cambiaría las conclusiones básicas.

$$(3) B^F = B^F m + B^F n$$

La cantidad de deuda directa de las empresas mantenida por los intermediarios financieros B^F es igual a la cantidad mantenida por los intermediarios monetarios $B^F m$ más la cantidad mantenida por los intermediarios no monetarios $B^F n$

$$(4) B = B^h + B^F m + B^F n$$

$$(5) B = B^h + B^F$$

La cantidad de bonos B es igual a las tenencias de bonos de los hogares B^h más las tenencias de bonos del sector financiero B^F

$$(6) M + \frac{M'}{1+i'} = \frac{B^F}{i}$$

La cantidad de la deuda empresarial directa mantenida por el sector financiero es igual a la suma de las existencias iniciales de dinero más la deuda indirecta pendiente, siendo todos los valores "valores internos".

Desarrollando este modelo se pueden representar las funciones de demanda de bienes de los hogares y las empresas como sigue:

$$(7) D^h = W^h + \frac{B^h/i + M^h/(1+i) + M^h}{P}$$

$$D^f = W^f + \frac{B^f/i + M^f/(1+i) + M^f}{P}$$

Las funciones de las demandas de bienes de los hogares y las empresas dependen de su riqueza, W , y de las tasas de interés, i e i' para valores directos e indirectos, respectivamente.

$$(8) \frac{B^h/i + M^h/(1+i) + M^h}{P} + \frac{-B^f/i + M^f/(1+i) + M^f}{P}$$

Los acervos reales de dinero, valores directos e indirectos de los hogares más los acervos reales de dinero, bonos y valores indirectos de las empresas son iguales a cero, puesto que todos los valores son "valores internos". Se supone implícitamente que la demanda agregada de la economía no depende de la distribución por sectores (la riqueza W es considerada constante). Así, la ecuación (8) se puede derivar de la ecuación (7).

$$(9) r = i/P$$

$$(10) r' = i'/P$$

La tasa de interés real de la deuda directa, r , es igual a la tasa nominal, i , ajustada por el nivel de precios. La tasa de interés real de la deuda indirecta, r' , es igual a la tasa nominal, i' , ajustada por el nivel de precios.

$$(11) B/iP = A[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}]$$

El acervo real global de la deuda directa provista por el sector empresarial es una función del producto real, la tasa de interés real de la deuda directa y de las tenencias netas de valores financieros reales del sector empresarial

$$(12) \frac{M^F_s}{(1+i)P} = M' [Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}]$$

La oferta de valores indirectos por parte del sector de intermediarios financieros es una función de la oferta de deuda directa por parte del sector de las empresas y las tenencias de cartera reales de los sectores de las empresas y los hogares.

$$(13) M_s = \frac{B^F}{iP} - \frac{M'}{(1+i)P}$$

$$(13') M_s + \frac{M'}{(1+i)P} = \frac{B^F}{iP}$$

El acervo global de dinero es igual a las existencias de valores directos emitidos por las empresas, menos las existencias de valores indirectos emitidos por los intermediarios financieros.

$$(14) M = M^*$$

La oferta de dinero está determinada por el sector de los intermediarios financieros monetarios.

$$(15) E = E^f + E^h$$

La demanda agregada de mercancías es la suma de la demanda total del sector empresarial, más la demanda total del sector de los hogares.

$$(16) E^f = E^f [Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}]$$

$$(16') E^h = E^h [Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}]$$

La demanda empresarial de mercancías, E^f , es una función del producto real, el rendimiento real de los intereses pagados por los valores directos e indirectos, el parámetro j y las tenencias reales de valores financieros. La demanda global de

mercancías por parte de los hogares, E^h , depende de las mismas variables, pero las tenencias reales de valores financieros se refieren a las de los particulares.

$$(17) B^F_d = B [Y, r, r', j, \frac{-B/i + M^f/(1+i) + M^f}{P}]$$

$$(17') B^F_d/iP = B^Fm [] + B^Fn []$$

La demanda del sector de intermediarios financieros de valores directos reales consiste en la demanda de bonos por parte de los intermediarios financieros monetarios y no monetarios.

$$(18) B^h_d/iP = B^h [Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M^h/(1+i) + M^h}{P}]$$

La demanda agregada de los hogares de deuda real emitida por el sector empresarial.

$$(19) M^f_d/(1+i)P = D [Y, r, r', j, \frac{-B/i + M^f/(1+i) + M^f}{P}]$$

La demanda global del sector empresarial de valores indirectos reales, en donde $M^f_d/(1+i)P$ es una variable indeterminada, y $M^f/(1+i)$ es una variable determinada igual a las tenencias iniciales de las empresas M^f .

$$(20) M^h_d/(1+i)P = D [Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M^h/(1+i) + M^h}{P}]$$

La demanda agregada de los hogares de valores indirectos reales, en donde $M^h_d/(1+i)P$, es una variable indeterminada y $M^h/(1+i)$ es una variable determinada igual a las tenencias iniciales de los hogares de M^h .

$$(21) M^f_d/P = L [Y, r, r', j, \frac{-B/i + M^f/(1+i) + M^f}{P}]$$

La demanda global de saldos monetarios reales por el sector empresarial, en donde M^f_d/P es una variable indeterminada y M^f es una variable determinada correspondiente a las tenencias iniciales M de las empresas.

$$(22) M^h_d/P = L' [Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M^h/(1+i) + M^h}{P}]$$

La demanda global de saldos monetarios reales por el sector de los hogares, en donde M^h_d/P es una variable indeterminada, y M^h es una variable determinada correspondiente a las tenencias iniciales de M de los hogares.

$$(23) E^f[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}] + E^h[Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}] - Y = 0$$

La ecuación (23) presenta la condición de equilibrio general en el mercado de mercancías (bienes), siendo $E^f[]$ y $E^h[]$ las demandas de mercancías por el sector de las empresas y el sector de los hogares.

$$(24) B[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}] + B^h[Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}] - A[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}] = 0$$

La ecuación (24) presenta la condición de equilibrio general en el mercado de bonos, siendo $B[]$ y $B^h[]$ las demandas de bonos por el sector de las empresas y el sector de los hogares, y $A[]$ la oferta de bonos por el sector empresarial.

$$(25) D[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}] + D^h[Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}] - M^i[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}] = 0$$

La ecuación (25) presenta la condición de equilibrio en el mercado de los valores indirectos, siendo $D[]$ y $D^h[]$ las demandas de valores indirectos por el sector de las empresas y el sector de los hogares y $M^i[]$ la oferta de valores indirectos no monetarios.

$$(26) L[Y, r, r', j, \frac{-B/i + M'f/(1+i) + Mf}{P}] + L^h[Y, r, r', j, \frac{B^h/i + M'h/(1+i) + M^h}{P}] - [B^F/iP - M^i/(1+i)P] = 0$$

La ecuación (26) presenta la condición de equilibrio general en el mercado de dinero, siendo $L[]$ y $L^h[]$ las demandas de dinero por el sector de las empresas y el sector de los hogares, respectivamente.

La importancia de los intermediarios financieros puede ahora detectarse analizando las condiciones de equilibrio. Puesto que los valores indirectos son similares al dinero en el sector financiero no monetario, para facilitar el análisis es posible combinar las condiciones de equilibrio de los mercados de valores directos (ecuación 24) e indirectos (ecuación 25) en términos de dinero.

$$(27) B[] + B^h[] - A[] = L[] + L^h[] - [B^F/iP - M^i/(1+i)P]$$

$$(28) M/P + B^h[] - A[] = L[] + L^h[] - M/P$$

Un exceso en la demanda (oferta) de la deuda directa es igual a un exceso en la oferta (demanda) de saldos en efectivo. Sin embargo, el exceso en ambos mercados no es equilibrado solamente a través de cambios en el nivel de precios, aún en el caso agregado del dinero mes los valores indirectos (ecuación 28). Las funciones de demanda y oferta de los activos financieros, tanto del sector hogares, como del sector empresas, están determinadas también por Y , r , r' , j , y las tenencias de valores financieros. Los mismos parámetros son parte de las funciones de la demanda de mercancías. De ahí que un desequilibrio en el mercado de bonos puede afectar el equilibrio en los mercados de mercancías.

Además, considerando el modelo desglosado de la deuda directa e indirecta (ecuación 27), el equilibrio en los mercados de bonos depende del equilibrio en los mercados de valores indirectos. El sector de los intermediarios financieros puede contribuir a una eficiente distribución de recursos financieros demandando deuda directa, $B[]$, y emitiendo deuda indirecta, $M''/(1+i)P$, de la ecuación (20), sólo por cantidades iguales a la demanda de sus propios valores indirectos, $D[]$ y $D'[]$ de la ecuación (21), en el mercado de valores indirectos. Por tanto, un desequilibrio en los mercados de valores indirectos afectaría el equilibrio en el mercado de bonos. Este desequilibrio en el mercado de bonos afectaría a su vez, como se explicó antes, los mercados de mercancías. Sin embargo, podría ocurrir un efecto directo proveniente de un desequilibrio en los mercados de valores indirectos (Y , r , r' , j), y las tenencias de activos financieros, aparecen también en la demanda de mercancías, el equilibrio en los mercados de bienes se vería afectado por un desequilibrio en los mercados de valores indirectos.

También la demanda de trabajo y el nivel de equilibrio de la producción dependen de, entre otros factores, los saldos monetarios reales M/p . De esta manera, un desequilibrio en los mercados monetarios puede ocasionar desequilibrio en los mercados reales. En términos de un análisis de equilibrio general simultáneo, es importante recordar que la demanda de saldos monetarios (el equilibrio en el mercado de dinero) depende de la distribución del ingreso total entre bienes y servicios, y valores financieros directos e indirectos. Así, un desequilibrio en el mercado de dinero puede dar por resultado un desequilibrio en el mercado de dinero, y viceversa. Un desequilibrio en M/p afectaría también, indirectamente, los mercados reales provocando un desequilibrio en los mercados de valores. De tal modo, un desequilibrio en los mercados de valores afectaría la demanda de trabajo y la producción de equilibrio; el desequilibrio en los mercados reales ocasionaría cambios en la demanda de mercancías E .

APÉNDICE II

INGRESO AJUSTADO POR SECTORES

Gobierno:

$$Y^a_g = T - Br_o/P + H/P - [B(r_o/r_c - 1) - (w + r_c/r_c) Br_o/r_c]/P + (w_k - w)P_k K_g/P - (e/e + w)m_2^* M^*/eP$$

Empresas:

$$Y^a_f = Y^P_f - T_f - (n_1 + n_2)r_c L/P - sE/P - w m_1 M/P + (n_1 + n_2)L/P + (w_k + w)P_e E/P$$

Hogares:

$$Y^a_h = Y^L_h - T_h + (b_1 + b_2 + b_3)Br_o/P - (1 - n_1 - n_2)r_c L/P + sE/P + (1 - b^*)B^*r_o^*/eP - w(1 - h)H + m_2 M - (1 - n)L + b_2 Br_o/r_c]/P = (b_1 + b_2 + b_3)[B(r_o/r_c - 1) - (r_c/r_c)Br_o/r_c]/P$$

+

$$+ (w_e - w)P_e E/P - (w + e/e)(1 - m_1^* - m_2^*)M^*/eP + (1 - b^*)[B^*(r_o^*/r_c^* - 1) - (w + e/e + r_o^*/r_c^*)B^*r_o^*/r_c^*]eP$$

Economía nacional agregada:

$$Y^a_A = Y^P_f + Y^L_h + w(1 - m_1 - m_2)M/P + w(1 - b_1 - b_2 - b_3)[B(r_o/r_c - 1) + r_c/r_c]/P + (w_k - w)(K_g + K_f)P_k/P - (w + e/e)(1 - m_1^*)M^*/eP + (1 - b^*)[B^*(r_o^*/r_c^* - 1) - (w + r_c^*/r_c^* + e/e)B^*r_o^*/r_c^*]/P$$

Resto del mundo:

$$Y^a_o = Y^P_o + Y^L_o + (1 - b_1 - b_2 - b_3)Br_o/P - (1 - b^*)B^*r_o^*/eP - w(1 - m_1 - m_2)M/P + (1 - b_1 - b_2 - b_3)[B(r_o/r_c - 1) - (w + r_c/r_c)Br_o/r_c]/P + (w + e/e)(1 - m_1^*)M^*/eP - (1 - b^*)[B^*(r_o^*/r_c^* - 1) - (w + r_c^*/r_c^* + e/e)B^*r_o^*/r_c^*]/eP = (w_k^* - w^*)P_k^* K^*/eP$$

$$w^* = w + e/e; \quad w_k = P_k/P_k; \quad w_e = P_e/P_e;$$

s- dividendo por acción;

Y^P_f - ganancia bruta nacional;

Y^L_h - ingreso neto por trabajo en la economía nacional;

Y^P_o - ganancia bruta del resto del mundo;

Y^L_o - ingreso neto por trabajo en el exterior.

APÉNDICE III

MATRIZ DE FLUJO DE FONDOS CON REVALUACION DE ACTIVOS

Activos y revaluación	G	E	C	T	O	X	E	M	S
revaluación	Gobier.	IFE	IFNE	Hogares	Empresas	Resto del Mundo			
9. H	$B1/Pr$	$-(M+L)/P$	$-M'-1L/P$	$[(1-l_1-1_2)L-M_2M-$ $(m'_1M'+b_1B)/P$	$-1_2L/P$	$-(1-m'_1-m'_2-m'_3)M+$ $(m'_2M+m'_3M'+b_3B)/P$	$+(1-m'_1-m'_2-m'_3)M'(1+i')/r'$	$-b_4B/r/P$	$+(1-b_1-b_2-b_3-b_4)B/r/P$
10. $w_x - w$	-	-	$P_x e_1 E/P$	$P_x e_2 E/P$	$-P_x E/P$	$P_x (1-e_1-e_2) E/P$			
11. w^*	-	-	-	$(1-m^*)M^*+(1-b^*)B^*/r^*/eP$	-	$[(1-m^*)M^*+(1-b^*)B^*/r^*]/cP$			
12. i/r	$B1/Pr$	$-b_1B/P$	$-b_2B/P$	$-b_4B/r$	$-b_3B/r$	$-(1-b_1-b_2-b_3-b_4)B/P$			
13. $(1-r)/r$	$-B/P$	$-b_1B/P$	$-b_2B/P$	$-b_4B/P$	$-b_3B/P$	$(1-b_1-b_2-b_3-b_4)B/P$			
14. i'/r'	-	$-m'_1M'(1+i')/Pr'$	$M'(1+i')/Pr'$	$-m'_2M'(1+i')/Pr'$	$-m'_3M'(1+i')/Pr'$	$(1-m'_1-m'_2-m'_3)M'(1+i')/P$			
15. $(i'-r')/r'$	-	$-m'_1M'/P$	$-M'/P$	$-m'_2M'/P$	$-m'_3M'/P$	$(1-m'_1-m'_2-m'_3)M'/P$			
16. $(r/r)^*$	$b^*_1B^*/cr^*$	$b^*_2B^*/cr^*$	$b^*_3B^*/cr^*$	$(1-b^*_1-b^*_2-b^*_3)B^*/cr^*$	-	$-B^*/cPr^*$			
17. $(1-r)^*/r^*$	$b^*_1B^*/cP$	$b^*_2B^*/cP$	$b^*_3B^*/cP$	$(1-b^*_1-b^*_2-b^*_3)B^*/cP$	-	$-B^*/cP$			
18. $\dot{H}_0 - P_x \dot{K}/P - P_x K_0 (w_x - w)/P$	$\dot{H}_0 = 0$	$\dot{H}_0 = 0$	$\dot{H}_0 = 0$	$\dot{H}_0 = 0$	$\dot{H}_0 - P_x \dot{K}/P - P_x K_0 (w_x - w^*)/P$	$\dot{H}_0 - P_x \dot{K}^*/cP - P_x K^* (w_x^* - w^*)/P$			
19. $w_x - w$	$P_x K_0/P$	-	-	-	$P_x K_y/P$	-	$P_x (K_0 + K_y)$		
20. $w_x^* - w^*$	-	-	-	-	-	$P_x K^*/cP$	$P_x K^*/cP$		
21. \dot{K}	K_0	P_x/P	-	-	-	-	P_x/P		
22. \dot{K}^*	K_y	-	-	-	P_x/P	-	P_x/P		
23. H	H_0	H_0	H_N	H_N	H_y	H_0	H_0	H	

APENDICE IV
CALCULO DE LA RAZÓN DE INTERRELACIONES FINANCIERAS
PROPUESTO POR R. GOLDSMITH

La razón de interrelaciones financieras (RIF) se obtiene dividiendo el valor total de todos los activos financieros, AF , en existencia en cierto momento por la riqueza nacional, W ,⁶ o sea:

$$(1) RIF = AF_t / W_t$$

La riqueza nacional es estimada por el valor total de mercado del PNB multiplicado por la razón promedio de capital-producto (incluyendo la tierra), K_t/Y_t :

$$(2) W_t = (PNB) (K_t/Y_t)$$

En términos prácticos esta fórmula también puede representarse de la siguiente manera:

$$(3) F_1 = (A + V) (K + U)$$

donde A representa los activos de las instituciones financieras; V , los activos financieros de las instituciones no financieras; K , los activos tangibles reproducibles; y U , la tierra.

La RIF es difícil de calcular para los países en vías de desarrollo, dada la ausencia de estimaciones sobre la riqueza nacional, especialmente el componente tierra, y la falta de datos sobre el volumen de instrumentos financieros en circulación. En este caso, para medir la estructura financiera de un país en desarrollo, F_2 , se puede medir la razón de interrelaciones financieras dividiendo el valor de los activos de las instituciones financieras, A , por el valor de los bienes tangibles reproducibles K :

$$(4) F_2 = A/K$$

Esta tasa será igual a la de interrelaciones financieras, F_1 , correctamente calculada, solamente en el caso de que la razón J_1 (entre instrumentos financieros que no son activos de los intermediarios financieros, V , y A).

$$(5) J_1 = V/A$$

sea igual a la razón J_2 (entre el valor de la tierra, U , y la de los activos tangibles reproducibles, K):

$$(6) J_2 = U/K$$

Mientras mayores sean las desviaciones entre ambas tasas, J_2 y J_1 , más grande será la diferencia entre F_2 y F_1 . Esto puede formularse algebraicamente como sigue:

$$(7) F_1 = \frac{A+V}{K+U} = \frac{A(1+J_1)}{K(1+J_2)} >< F_2 = \frac{A}{K}$$

$F_1 = F_2$ si, y sólo si, $J_1 = J_2$; $F_2 >< F_1$, mientras $J_2 >< J_1$.

Generalmente $F_2 < F_1$ pero, medida de esta manera la RIF representa, por lo general, adecuadamente los cambios en la estructura financiera de los países en desarrollo, excepto en algunos países predominantemente agrícolas. La RIF se puede considerar como medida esencial de la estructura financiera porque refleja la relación cambiante entre el tamaño del sector financiero y el del sector real de una economía (Goldsmith, 1965, p. 38).

⁶ La riqueza nacional es estimada por el valor total de mercado del PNB multiplicado por la razón promedio de capital-producto (incluyendo la tierra).

TERCER CAPITULO

LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DEL MODELO DE CRECIMIENTO COMPARTIDO (PRINCIPIOS DE REVISIÓN DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES, 1970-1976)

I. INTRODUCCIÓN

Después de exponer en los primeros dos capítulos el marco teórico, así como las bases analítico-metodológicas de esta tesis, en los siguientes cuatro capítulos se analizará el desarrollo del sistema financiero mexicano, la evolución de los patrones de financiamiento y, en este contexto, el papel de los intermediarios financieros no bancarios. Con este propósito, el tercero, cuarto y quinto capítulos están estructurados de modo siguiente: la segunda parte de cada uno de éstos, después de la introducción presenta un breve panorama de la coyuntura económica de México durante los períodos 1970-1976, 1976-1982, 1982-1988 y 1988-1993, respectivamente; la tercera parte se centra en la evolución y los cambios ocurridos en el sistema financiero mexicano, así como lo relevante a la intermediación financiera no bancaria durante el mismo período; la cuarta parte presenta el análisis de flujo de fondos en el sistema financiero consolidado, destacando los cambios en los patrones de financiamiento y el papel de los intermediarios financieros no bancarios; y la quinta parte presenta razones de profundización financiera y del comportamiento de la participación de los intermediarios financieros no bancarios dentro del total de los activos del sistema financiero consolidado.

Así, en el presente capítulo que se desarrolla a continuación, se analiza según el esquema arriba presentado, el primer período de la etapa de restricción financiera, el sexenio 1970-1976, cuando se da el modelo de crecimiento compartido y empieza la revisión del modelo de sustitución de importaciones.

II. COYUNTURA ECONÓMICA. MODELO DE CRECIMIENTO COMPARTIDO (PRINCIPIOS DE REVISIÓN DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES)¹

A principios de la década de 1970, el gobierno del Presidente Luís Echeverría Alvarez (1970-1976) trató de modificar el rumbo de la economía al abandonar la política de estabilización en favor de una política de crecimiento escalonado.² los objetivos principales

¹ Este modelo supone una organización de la economía en la que el estado a través de su acción directa como inversionista y de su acción indirecta, a través de su política económica, viene a garantizar una estructura proteccionista y de estímulo a la industrialización como nueva estrategia de crecimiento (Villareal, 1976, p. 51). para un análisis detallado de las primeras dos etapas del modelo de SI, crecimiento con inflación-devaluación (1939-1959) y desarrollo estabilizador (1959-1970) véase René Villareal (1976).

² "La Política Económica" En: Informe de Labores de la Secretaría de la Presidencia, México, 1974

de esa nueva estrategia contemplaron, no tanto la obtención de altas tasas de crecimiento económico, sino aspectos como la redistribución del ingreso, la creación de empleos, la descentralización de la industria y una reducción de la dependencia financiera y tecnológica con los países extranjeros. No obstante, de 1970 a 1975, el incremento real promedio del producto interno bruto fue de 5.7%, tasa menor a la obtenida en la década precedente.³

De 1970 a 1976 la demanda disminuyó su crecimiento respecto a los años sesenta,⁴ y esto tendió a aumentar la capacidad ociosa, presionando sobre los niveles de rentabilidad (y más en el contexto de aumento de salarios reales), por lo que desestimuló el crecimiento de la inversión (Huerta, 1991).

La intervención del Estado en la economía se incrementó ante la inviabilidad de que la sola acción del sector privado mantuviera los ritmos de crecimiento de la economía. Se procedió a aumentar el gasto público deficitario para generar demanda adicional, y así generar condiciones de realización rentables para incentivar el crecimiento de la inversión privada (ibid. p. 50)

El gasto público se elevó substancialmente, y ante reformas fiscales que resultaron poco significativas, se generó un déficit público ascendente⁵ y la necesidad de financiarlo obligó al gobierno a asumir con el extranjero un nivel de endeudamiento sin precedentes. La oferta monetaria se expandió rápidamente, lo que provocó nuevas presiones inflacionarias.

La inestable situación de la economía nacional coincidió con una profunda crisis económica y financiera a nivel internacional, propiciada por la crisis petrolera de 1973-1974, en la que la inflación mundial alteró las condiciones de la deuda externa al elevar los gastos de su servicio (Reynolds, 1978). Dentro del país, la incertidumbre económica dio por resultado un flujo de capital hacia otras naciones, así como una reducción significativa en la entrada de fondos provenientes de los mismos (Hancine, 1987). A esto se puede agregar el declive de la inversión privada en 1975 y su virtual estancamiento en 1976 (Cypher, 1992, p. 138). Todos estos factores ocasionaron una severa devaluación en 1976, que acabó con 22 años de tasa cambiaria fija de 12.5 pesos por dólar.

III. COYUNTURA FINANCIERA

En los años 70 surgieron más problemas en el ámbito financiero debido a la aceleración de la inflación durante el mandato del Presidente Luís Echeverría (1970-1976). La inflación que se había mantenido por debajo de 4.5% entre 1950 y 1970, empezó a crecer en este último año para llegar a 23% en 1974, y después de una baja temporal en 1975, a 25% en 1976 (Aspe, 1993, pp. 21-22). Para los bancos el problema principal durante este período fue la desintermediación (Ortiz, 1980).⁶ Aunque se observaba cierta

³ Nacional Financiera, S.A. *La economía mexicana en cifras*, México, 1978

⁴ La demanda interna para la industria manufacturera en el periodo 1970-1976 creció 4.9% anual y en la década de los sesenta, 8.1% promedio anual (Huerta, 1991, p. 45)

⁵ El déficit del sector público con relación al PIB pasó de 1.8% en 1970 a 7.2% en 1976 (Nacional Financiera, 1982)

⁶ Hablamos de desintermediación cuando los recursos salen de un tipo (en nuestro caso bancos) y entran en otro tipo de intermediarios financieros (p.e. financieras), o bien salen del conjunto del sistema financiero.

desintermediación en el período de posguerra, durante la administración de Echeverría la aceleración de la inflación acentuó los efectos adversos de los controles de la tasa de interés y los altos requerimientos de encaje legal.

El nivel relativamente bajo de regulación de las financieras, les permitió realizar ajustes de acuerdo a la inflación, mediante el alza de las tasas de interés pasivas. De esta manera muchos depósitos fueron retirados del sistema bancario que seguía perdiendo su competitividad. Como respuesta a estos eventos, se promovieron nuevas reformas en 1974 y 1975. La estructura del actual sistema financiero mexicano tiene sus orígenes en esas reformas.

Las nuevas políticas de los años 70 apoyaron la consolidación de los bancos existentes y les otorgaron oportunidades de mercado que antes eran exclusivas de los intermediarios financieros no bancarios. El objetivo era permitir que los bancos alcancen economías de escala. Los medios para alcanzar tal objetivo incluían el abandono del sistema tipo americano, en donde existe una división estricta entre las funciones de las distintas instituciones financieras, y la aceptación del sistema tipo renano, en donde existen "los bancos de supermercados", o la banca múltiple que puede ofrecer un amplio gama de servicios.

Para este objetivo se formaron los grupos financieros que incluían distintos tipos de instituciones financieras - bancos, casas de bolsa, compañías de seguro, etc., administrados y por tanto vinculados mediante una compañía controladora. En 1974 las reformas al sistema financiero avanzaron aún más con la nueva Ley de Instituciones Financieras, resultado de los esfuerzos del Secretario de Finanzas José López Portillo. Con esta Ley se promovió la creación de bancos múltiples⁷ mediante la fusión de los diferentes tipos de instituciones existentes (Banco de México, 1992, p. 81). La nueva banca múltiple podía no solamente realizar las funciones tradicionales, sino proporcionar servicios de seguros, corretaje, custodia y fideicomiso. También se permitió que las tenencias de los bancos incluyan acciones de las empresas industriales, un privilegio que se tornará controversial (Tello, 1984).

Los resultados inmediatos de la Ley de las Instituciones de Crédito se vieron en la concentración creciente del sistema bancario. El número de bancos en México disminuyó de 139 en 1975 a sólo 60 antes de la nacionalización bancaria en 1982. Esta consolidación continuó hasta después de la nacionalización en un proceso que redujo el número de instituciones bancarias mexicanas a 18 en 1990 (Banco de México, 1992).⁸

La inflación de los años 70 hizo inaplicables los topes a las tasas de interés bancarias y las programas de crédito reguladas. A mediados de los setenta el gobierno reaccionó con un aumento drástico de las tasas de depósito legales, sin embargo, no las liberó para que alcancen sus niveles de mercado. La ausencia de una liberalización plena estimuló aún más a los sectores no bancarios de los mercados financieros, y esta tendencia se fortaleció por la Ley de Mercado de Valores de 1975, que creó el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios (Aspe, 1993, p. 67).

⁷ Los bancos múltiples comenzaron a operar desde diciembre de 1976

⁸ El período de la nacionalización bancaria y sus diferentes efectos serán tratados en la Sección B del siguiente capítulo

La Ley de Mercado de Valores de 1975 creó las Casas de Bolsa y reorganizó las bolsas de valores (Cabello, 1994) bajo la supervisión de una nueva modalidad de la Comisión Nacional de Valores, inicialmente creada en 1946. Estas reformas no sólo mejoraron la supervisión y la diseminación de la información sobre los valores comercializados, sino que también crearon incentivos para que los agentes de bolsa particulares y los conglomerados financieros crearan Casas de Bolsa.⁹ Así este sector empezó a crecer rápidamente, y su expansión se aceleró cuando el gobierno creó nuevos instrumentos financieros que podían ser comercializados en el mercado de valores (Heyman, 1989, pp. 13-17).

Los bancos tenían una larga tradición de ofrecer depósitos en dólares y extender créditos en dólares (Ortiz, 1983). La dolarización disminuyó durante los años 60 (Sepúlveda y Chumacero, 1973) y se mantuvo baja hasta mediados de los años 70. Sin embargo, el aumento de la inflación durante la administración de Echeverría provocó incertidumbre en cuanto a una devaluación inminente, y un retorno hacia las cuentas en dólares.

La devaluación se presentó en 1976, cuando el Gobierno subió el precio del dólar de 12.5 pesos a cerca de 21 pesos. Las fugas de capital y la incrementada dolarización fueron la consecuencia inmediata de la devaluación. También se precipitó un incremento sustancial en la actividad financiera, así como ciertas reformas financieras, entre cuales destacan: *primero*, la posibilidad de que las instituciones nacionales establezcan sucursales en extranjero (Villegas y Ortega, 1992) y que participen en el capital social o inviertan en acciones de las entidades financieras del exterior; *segundo*, la supresión de la posibilidad que las instituciones financieras extranjeras tengan sucursales en el territorio nacional, sino solamente oficinas de representación que no capten ahorro interno; y, *tercero*, la posibilidad de tener depósitos en moneda extranjera en las instituciones financieras nacionales.¹⁰

IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS¹¹

En este período las tasas de interés rígidas¹² mantenidas durante los años sesenta entraron en contradicción con el aumento de la inflación. A partir de 1972, cuando la política fiscal y monetaria se vuelven expansivas, la respuesta de las tasas de interés fijadas exógenamente fue lenta e insuficiente, resultando en tasas reales de interés negativas. Para

⁹ Para un breve panorama de las medidas de liberalización véase Cabello (1994) y Ortiz Martínez (1993)

¹⁰ Diario Oficial, 28 de Septiembre de 1976

¹¹ En este capítulo, así como en el siguiente, en el análisis de flujo de fondos no están contemplados los intermediarios no bancarios privados, puesto que por primera vez datos sobre una parte de éstos (organizaciones de fianzas y seguros, uniones de crédito y almacenes de depósito) empiezan a publicarse en los Informes Anuales del Banco de México apenas en 1980, debido a que su escala de operaciones es prácticamente insignificante. Como un sector en el balance consolidado del sistema financiero los intermediarios financieros no bancarios privados empiezan a contemplarse aún más tarde, en 1982. Por estas razones estas instituciones se incluyen en los análisis de flujo de fondos de esta tesis desde el quinto capítulo.

¹² Durante los años sesenta las tasas de interés podían mantenerse rígidas debido que la tasa promedio anual de inflación fue únicamente de 3.1%, mientras que el producto interno bruto real creció a una tasa promedio anual de 6.9% (Solís, 1978). Además el gobierno mantenía el tipo de cambio fijo, restringiendo por lo tanto el déficit fiscal a niveles compatibles con un financiamiento no inflacionario del mismo.

los bonos financieros la tasa de interés promedio para el período 1972-1976 fue de -4.8%, para los pagarés financieros de -2.3% y para los bonos hipotecarios de -5.2%.¹³

Como consecuencia, se redujo el saldo de la captación, y se produjo un cambio de la estructura de la misma hacia los depósitos en moneda extranjera, debido a las expectativas devaluatorias del público desde 1974. Además se incentivó una creciente fuga de capitales contrayéndose el monto de recursos disponibles tanto para el gobierno como para el sector privado. Esto obligó a ambos sectores buscar fuentes alternativas de financiamiento.

El gobierno federal para remediar su déficit presupuestal y asegurar su participación en la economía intenta a través de sus políticas monetaria y crediticia, en primer lugar, aumentar el ahorro interno mediante el diseño de nuevos instrumentos financieros a plazos más largos y con tasas de interés más altas (depósitos a plazo); en segundo lugar, elevar su disposición sobre los pasivos de captación de los intermediarios financieros mediante el encaje legal que aumenta sostenidamente a lo largo de 1973-1976, para llegar de 37% a cerca de 100% en algunos casos; en tercer lugar, se aumenta la presión inflacionaria teniendo la base monetaria un crecimiento de 25% anual promedio durante el período; y, en cuarto lugar, recurre cada vez más al endeudamiento externo mediante créditos bancarios.

Las tendencias más importantes durante este período que destacan en el análisis de flujo de fondos financieros son las siguientes:

A. Igual que en los años sesenta *el gobierno* dependió en gran medida de las reservas bancarias para el financiamiento de sus déficits..

Se nota una tendencia de orientación de cantidades crecientes de fondos financieros hacia el sector gubernamental. La tasa efectiva de encaje aumentó rápidamente de 1972 a 1976, llegando a ser casi 50% superior a la tasa promedio efectiva que prevaleció en los doce años anteriores (Katz, 1990, p. 31). Para 1975, a pesar de que la tasa media fue de 58.1%, existía efectivamente un encaje marginal de 100% sobre la captación, por lo que todos los recursos captados por la banca se destinaban a financiar el déficit gubernamental, lo que resalta la importancia del sistema financiero para la economía de acuerdo con la primera hipótesis de la tesis. De tal manera, el sector privado fue desplazado del mercado financiero doméstico, lo que marca un cambio del patrón de financiamiento de acuerdo con la segunda hipótesis.

A.I. Como muestra el *CUADRO 4* los flujos anuales de fondos financieros destinados hacia el sector "Gobierno" por los *intermediarios no monetarios gubernamentales* expresados en millones de pesos de 1980 disminuyen representando flujos negativos o muy bajos a lo largo del período. Sólo en el año de 1974 se registra un flujo muy alto (87,454 millones de pesos de 1980) debido al extraordinario aumento de recursos canalizados hacia el fomento de la infraestructura.¹⁴

En los años setenta la banca de desarrollo tenía el papel prioritario en el financiamiento del sector público, a las empresas paraestatales y a los grandes grupos privados (Banco de México, 1979), lo que en realidad suponía un mecanismo extrapresupuestario para financiar el gasto de inversión en un entorno de fuerte intervencionismo estatal en la actividad económica. Aquí vemos la importancia de los

¹³ En 1974 se presentaron las más pronunciadas tasas de interés negativas de -11.8%, -9.3 % y -12.2% para los bonos financieros, pagarés financieros y bonos hipotecarios, respectivamente.

¹⁴ Banco de México, Informe Anual, 1974, p. 31

intermediarios no monetarios gubernamentales para conseguir financiamiento para el gobierno federal que es el principal inversionista en este período, de acuerdo con la primera y segunda hipótesis. Las organizaciones de fomento funcionaban con costos altos y la recuperación de cartera era baja en general, lo que presentaba un importante riesgo contingente para el gobierno federal.

A.2. Los flujos de fondos que se destinaron por la *banca comercial* hacia el sector gubernamental durante el período analizado aumentaron de 5,715 millones de pesos de 1980 en 1973 a 141,375 en 1976. La participación porcentual de estos flujos en el total de usos de fondos clasificados también marca un incremento significativo de 17% en 1973 a 114% en 1976. Esto refleja a los altos índices de encaje legal que se imponen en este período, llegando de 37.6% al principio del período a casi 100% de la captación de recursos. El crecimiento del crédito interno se orientó en mayor medida al sector público, de acuerdo con la segunda hipótesis, dadas las exigencias para cubrir el financiamiento del déficit público (Huerta, 1991, p. 70).

Es importante mencionar también la participación de la banca privada nacional en el financiamiento externo al sector público mediante participación en sindicatos bancarios para conceder estos préstamos (Quijano, 1981, p. 250).

A.3. La misma tendencia se puede observar en cuanto las asignaciones de fondos financieros por parte del *Banco de México* (CUADRO 4). Los flujos anuales expresados en millones de pesos de 1980 presentan magnitudes muy altas en términos relativos a los demás intermediarios financieros. Así mismo, es muy alta la participación del gobierno en el total de usos de fondos clasificados de esta institución, acaparando su gran total en términos absolutos y porcentuales. En promedio, a lo largo del período 1972-1976 ésta ascendió a cerca de 100% (Quijano, 1981), o sea casi el total de fondos que captaba el instituto central en el mercado doméstico y externo, se destinaba para financiar el déficit gubernamental.

CUADRO 4

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "GOBIERNO"

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1972	-831	-2	58686	363	108250	112
1973	-5184	-16	5715	17	71252	93
1974	87454	474	26646	37	151577	100
1975	8904	12	-483	-3	53937	103
1976	-89048	-58	141375	114	69485	53

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

El endeudamiento externo fue la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit en los años setenta (Gómez Oliver, 1982, Katz, 1990). Otra salida fue el alza continua de los porcentajes de encaje legal aplicado a los bancos de ahorro y depósito, y a las instituciones financieras e hipotecarias, que sube de cerca de 38% a 50%

de su pasivo computable. Durante 1974 los ingresos del sector público federal aumentan en 35%, que es un incremento superior a la tendencia histórica (Nafinsa, 1982).

B. La alta acaparación de fondos financieros por el gobierno desviaba fondos del *financiamiento del sector privado*, tendencia que se remediaba hasta cierto grado por los intermediarios no monetarios gubernamentales, confirmando su importancia de acuerdo con la primera hipótesis.

B.1. Los flujos de fondos anuales destinados al sector "Empresas y particulares" por la *banca comercial* muestran valores negativos después de 1972 (excepto el muy bajo valor de 8,910 millones de pesos de 1980 en 1975), lo que ilustra el proceso de *desintermediación* durante el período, y cierto descenso del papel de la banca comercial según lo postulado en las hipótesis de este estudio. Expresado como porcentaje del total de los usos de fondos clasificados de los bancos comerciales, el financiamiento canalizado desde estas instituciones hacia el sector de las empresas y particulares con ciertas altibajas disminuye más de diez veces a lo largo del período bajando de 93% en 1973 a -8% en 1976. Esta disminución del financiamiento puede explicarse no sólo por la disminución de la captación en moneda nacional de la banca comercial, sino también por la retracción de la demanda de créditos por el sector empresarial debido a la renuencia de realizar nuevas inversiones por la baja rentabilidad (Quijano, 1981). Esto último no sólo presenta la disminución del papel de la banca comercial, sino que induce a reconocer la estrecha interrelación entre el sistema económico y financiero de acuerdo con las hipótesis de la tesis.

B.2. En cambio, los *intermediarios financieros no monetarios gubernamentales* presentan un aumento de sus flujos anuales hacia el mismo sector, que pasan de 20,381 a 234,500 millones de pesos de 1980 a lo largo del período. Como porcentaje del total de usos de fondos clasificados de estos intermediarios, los flujos destinados al sector "Empresas y particulares" aumentan de 61% en el primer año a 153% en el último año del período, debido a la afluencia de créditos externos (*CUADRO 5*). Sin embargo, hay que tomar en cuenta que en este rubro se reflejan también los créditos otorgados a las empresas paraestatales que gozan de fuertes subsidios durante los setentas.

CUADRO 5

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1972	20381	61	41679	-258
1973	28815	87	-31750	93
1974	-74152	-402	-44115	61
1975	49956	68	8910	56
1976	234500	153	-10555	-8

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

C. En cuanto se refiere a *la captación de fondos desde el sector privado* en el CUADRO 6 se observa lo siguiente:

C.1. La afluencia de recursos hacia la *banca comercial* muestra una tendencia a la disminución, excepto el año de 1975 cuando se promueven algunos nuevos instrumentos financieros con más altas tasas de interés y se llevan a cabo ciertas reformas financieras.¹⁵ En general, durante el período la política económica pretendió elevar el ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocó en inversiones de cartera que redituaban altos beneficios a corto plazo (Pérez Stuart y Pescador, 1981), mostrando que desde este período existe la desvinculación entre el sistema financiero y la actividad económica en México, de acuerdo con la quinta hipótesis.

A partir de 1974 la política monetaria y crediticia se orientó a frenar las presiones inflacionarias de origen interno y externo, lo que afectó el flujo adecuado de crédito destinado ante todo al sector privado (Banco de México, 1980). En este año se consiguió una notable recuperación en la captación de recursos internos de la banca privada y nacional debido a la implementación de nuevos instrumentos de captación bancaria, como los depósitos a plazo. El alza de las tasas de interés internacionales hizo necesario autorizar el pago de sobretasas de cerca de 2% sobre diversos instrumentos internos de captación con tasas fijas de interés, para evitar la salida de ahorros al exterior.

En cambio, las tasas de interés sobre los bonos financieros e hipotecarios permanecieron fijas (Katz, 1990), lo que disminuyó el interés del público por este tipo de instrumentos.

A pesar de estas medidas las expectativas devaluatorias que se generaron en 1974, aunadas al alza de las tasas de interés en los mercados externos, provocaron por un lado el aumento de la dolarización de los circuitos financieros internos (Natella, 1991) y por otro lado una creciente fuga de capitales.

C.2. En cuanto a los flujos de captación de recursos por los *intermediarios financieros no monetarios gubernamentales*, a diferencia de la banca comercial puede notarse un aumento sostenido en los flujos anuales de fondos financieros captados desde el sector "Empresas y particulares", que llegan de 4,970 en 1972 a 236,836 millones de pesos de 1980 en 1976 (CUADRO 6). Este incremento se nota también en la participación porcentual de este sector en el total de las fuentes de fondos clasificados, que sube de 25% a principios del período a 78.3% en promedio para 1974-1976.

¹⁵ Véase sección III de este capítulo

CUADRO 6**FLUJOS ANUALES DE CAPTACIÓN DE FONDOS FINANCIEROS
DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"**

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1972	4970	25	61290	117
1973	39552	76	30936	85
1974	26898	79	-50025	101
1975	45512	80	33696	83
1976	236836	101	-6122	-13

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

V. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

En este apartado se complementa el análisis de flujo de fondos presentado en la sección anterior con un análisis de acervos, para delinear las tendencias de modificación de los patrones de financiamiento.

A. En primer lugar presentaremos la razón del total de activos financieros del sistema financiero consolidado con el producto interno bruto, que indica el grado de profundización financiera.

CUADRO 7**TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO
COMO PORCENTAJE DEL PIB**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	PRODUCTO INTERNO BRUTO (2)	PROFUNDIZACIÓN (1)/(2)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1971	242	490	49
1972	281	565	50
1973	335	691	48
1974	440	900	49
1975	559	1100	51
1976	833	1371	61

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

El índice de la profundización financiera aumenta doce puntos porcentuales a lo largo del período. Sin embargo, este aumento podemos atribuirlo ante todo a los factores inflacionarios, el incremento del medio circulante, la alta liquidez de la mayoría de los activos financieros y el elemento especulativo de las transacciones monetarias.

B. Este punto presentará las tendencias de la participación porcentual de los recursos clasificados de los intermediarios financieros no monetarios y de la banca comercial en el total de los recursos del sistema financiero consolidado.

CUADRO 8

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL RECURSOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE IFNB GUBERN.(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1971	242	78	32.2
1972	281	89	31.7
1973	335	109	32.5
1974	440	139	31.6
1975	559	186	33.3
1976	833	285	34.2

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

La participación porcentual de los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales en el total de recursos del sistema financiero muestra una estabilidad relativa a lo largo del período, debido a los apoyos obtenidos por estas instituciones mediante subsidios gubernamentales y a la alta captación de créditos externos.

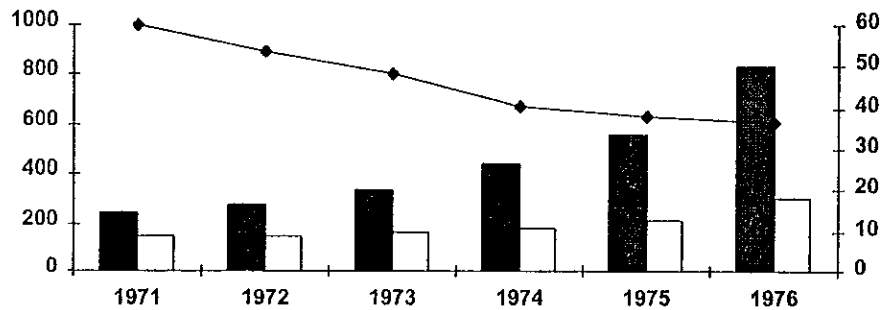
CUADRO 9

**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL
EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL RECURSOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1971	242	145	60.0
1972	281	151	53.7
1973	335	162	48.4
1974	440	177	40.2
1975	559	212	37.9
1976	833	302	36.3

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A y 4-A del Apéndice

**DECLINACION DEL PAPEL DE LA BANCA COMERCIAL
(1971-1976)**



Gráfica 3

El crédito otorgado por la banca comercial como total del crédito otorgado por el sistema financiero disminuye a lo largo del período 1971-1976 para llegar de 60% a 36.3% en el último año del período (*Graf. 3*). Esto se debe tanto a la disminución general de la captación de recursos financieros por estas instituciones, como a la prevalescencia de activos altamente líquidos en la captación y la disminución de los activos no monetarios, lo que frenó la posibilidad de la banca otorgar créditos a mediano y largo plazo. Esto confirma la segunda y la quinta hipótesis, así como también marca el principio de lo postulado en la tercera hipótesis del presente estudio.

C. Este punto analizará la participación porcentual del total de obligaciones clasificadas de los intermediarios no monetarios gubernamentales y de la banca comercial en el total de las obligaciones clasificadas del sistema financiero consolidado.

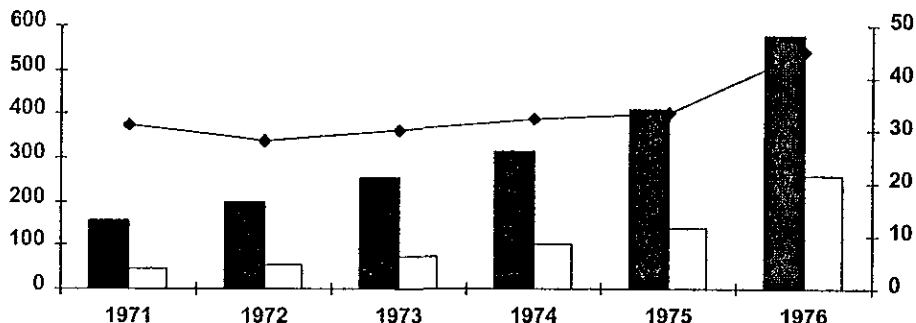
CUADRO 10

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES
CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1)	TOTAL ACTIVOS DE IFNB GUBERN.(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1971	155	48	31.2
1972	199	56	28.0
1973	252	75	29.9
1974	315	102	32.5
1975	413	138	33.4
1976	577	260	45.1

Fuente: CUADROS 2-B y 4-B del Apéndice

**AUMENTO DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS NO
BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1971-1976)**



Gráfica 4

Desde 1972 los activos captados por los intermediarios no monetarios gubernamentales, como porcentaje del total de las obligaciones clasificadas del sistema financiero, crecen sostenida aunque lentamente (*Graf. 4*). Esto se explica por el constante apoyo otorgado por el gobierno a este tipo de instituciones para financiar actividades designadas como prioritarias (Hayman, 1978), ante todo el sector agrícola y obras de infraestructura. De acuerdo con los lineamientos de la política económica durante el período, o sea financiar el déficit gubernamental y los sectores prioritarios, los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales amortiguan en cierto grado la desintermediación de la banca privada, conforme lo postulado en la primera y tercera hipótesis de esta tesis.

CUADRO 11

**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL
EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1971	155	94	60.5
1972	199	111	55.7
1973	252	134	53.1
1974	315	149	47.4
1975	413	187	45.2
1976	577	243	42.0

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del Apéndice

A pesar de las medidas tomadas por la política monetaria como el aumento de las tasas de interés y diseño de nuevos instrumentos de captación bancaria, por las condiciones de inestabilidad arriba expuestas, el público se muestra renuente a invertir sus ahorros en el

sistema bancario, lo que lleva a la disminución de la participación de la banca comercial en el total de obligaciones del sistema financiero mexicano, disminuyendo ésta sostenidamente de 60.5 a 42% entre 1971 y 1976. Estos datos muestran claramente el proceso de desintermediación que se da en este período y confirman la tercera hipótesis del estudio.

VI. SÍNTESIS

1. En el período 1971-1976 se revierten las tendencias de la baja inflación, el tipo de cambio fijo y el financiamiento no inflacionario del déficit presupuestal del gobierno. Las presiones inflacionarias y el alza de las tasas de interés internacionales convierten las tasas de interés rígidas del sistema financiero mexicano en tasas de rendimiento real negativo, lo que afecta directamente la captación bancaria de ahorro interno.

2. Se acelera la preferencia del público inversionista por instrumentos monetarios altamente líquidos, lo que hace disminuir la participación porcentual de los instrumentos financieros no monetarios en la captación integral. Esto por su lado imposibilita el sistema financiero nacional otorgar préstamos de producción a largo plazo a la industria nacional. Esto influye directamente sobre los ritmos de crecimiento económico, de acuerdo con la primera hipótesis de esta tesis.

3. El gobierno federal para remediar su déficit presupuestal y asegurar su participación en la economía intenta a través de sus políticas monetaria y crediticia, en primer lugar, aumentar el ahorro interno mediante el diseño de nuevos instrumentos financieros a plazo más largo y con tasa de interés más alta (depósitos a plazo), en segundo lugar, elevar su disposición sobre los pasivos de captación de los intermediarios financieros mediante el encaje legal que aumenta sostenidamente a lo largo de 1973 - 1976, para llegar de 37% a cerca de 100% en algunos casos, en tercer lugar se aumenta la presión inflacionaria teniendo la base monetaria un crecimiento de 25% anual promedio durante el período, y en cuarto lugar, recurre siempre más a endeudamiento externo mediante créditos bancarios. Los cambios en las variables monetarias, nacionales e internacionales, que se mencionan en el punto afectan directamente las variables reales de la economía, de acuerdo con la primera hipótesis. La falta de un desarrollado mercado de capitales y de nuevos instrumentos financieros empieza a sentirse en la vida económica, lo que lleva a la implementación de ciertas reformas financieras.

4. Debido al aceleramiento de la inflación y a las expectativas devaluatorias, empezó a presentarse una creciente dolarización de los pasivos del sistema financiero nacional y creciente fuga de capitales. Puesto que todavía persiste la confianza del público inversionista característica de los años sesenta, en 1972 73% de la captación de la banca privada del sistema financiero es en moneda nacional. Sin embargo, para el año siguiente ya 62% del aumento de la captación se debe a la moneda extranjera, y la captación en moneda nacional aumenta sólo en 6.6%.

Esta tendencia se mantiene sin modificaciones mayores a lo largo del período, siendo para el año de 1976 la captación en moneda extranjera 72.3% y la captación en moneda nacional 10%. Esta captación alta de depósitos en moneda extranjera fue posible por las medidas tomadas por el banco de México de mantener un margen amplio entre la tasa de interés externa e interna y de la autorización a la banca nacional de aceptar este tipo de depósitos a partir de 1974 no solamente en las zonas fronterizas del norte sino en todo el

país. La captación en dólares provoca que para los últimos dos años del período la banca privada empiece a otorgar créditos en dólares en el mercado nacional.

5. El volumen sin precedentes de recursos adicionales captados en moneda extranjera por el sistema financiero, así como la creación de nuevos medios de pago hicieron posible que el financiamiento otorgado al sector público y privado aumentara 19%, a pesar de la baja en la captación de pasivos no monetarios. Una parte importante de los recursos para el financiamiento durante el período provino desde el exterior y se canalizó principalmente a través de los intermediarios no monetarios gubernamentales, aumentando su papel en la economía como lo postula la tercera hipótesis del estudio.

6. En 1972 el sector gubernamental absorbía 36.5% del total del financiamiento otorgado por el sistema financiero, y el sector de las empresas y particulares 65.5%, mientras que para 1976 las tendencias se invierten, recibiendo el sector gubernamental 71.3% y el sector privado sólo 28.7%, lo que muestra cambios en los patrones de financiamiento en comparación con la época de relativa estabilidad, antes de 1972, conforme la segunda hipótesis de la tesis.

7. Durante los años setenta la intermediación decayó relativamente, lo que hace pensar en diferentes alternativas como la colocación de excedentes privados en el exterior. Confirmando la quinta hipótesis, esto a su vez disminuye relativamente la demanda de crédito para inversiones por parte del sector privado (Wallace, 1979).

8. El proceso de desintermediación del sistema bancario dio paso a la implementación de la banca múltiple desde los principios de 1974. En este período las instituciones no monetarias (las instituciones financieras e hipotecarias) se convierten en departamentos financieros e hipotecarios de la banca múltiple y ya no se refleja su actividad por separado en los Informes anuales del Banco de México. La creación de la banca múltiple y la emisión de la Ley del Mercado de Valores en 1975 pueden caracterizarse como medidas embrionales de la liberalización financiera que empezará 10 años más tarde.

9. En los años setenta la influencia simultánea de, por una parte, las tasas de interés internas con respecto a las internacionales y el creciente riesgo cambiario, y, por otra, la presencia de grupos financieros privados que comenzaron a regular la variable captación, determinó un descenso en la relación activos indirectos no monetarios (cuasidinero)/PIB desde 1973 (Spellman y Dieli, 1978) junto con la relativa dolarización de los depósitos desde 1976.

10. Durante 1972-1975 la expansión monetaria y crediticia sí coincide con un mayor dinamismo de la formación real de capital en este período, sin embargo durante 1974-1975 el ritmo de aumento del producto en términos reales descendió. De aquí podemos sacar la conclusión que para que la expansión de la inversión real tenga una relación directa con el crecimiento económico (evolución del PIB) es muy importante la eficiencia con que se utiliza el acervo de capital. Por otro lado, la expansión anual promedio de M3 durante el período en términos reales fue de 3%, mientras que en 1974-1975 su tasa de aumento fue negativa. Esto implica que el crédito real del sistema financiero que venía ampliándose hasta 1971, tuvo que reducir su ritmo de crecimiento en los últimos años. Nótese que aún cuando el dinamismo de la formación de capital real en 1974-1975 fue similar al observado anteriormente (de 1956 al 1971), la baja en el ritmo de aumento en los agregados financieros en términos reales parece ser uno de los factores que explican, conforme la

primera hipótesis, la reducción observada en la tasa de crecimiento del producto real en los últimos años del período.

El hecho de que la tasa de crecimiento del PIB descienda en 1974 y 1975, cuando al mismo tiempo el capital físico crece, es posiblemente la mayor muestra de la importancia del crédito real a las empresas y particulares, lo que confirma las primeras dos hipótesis del presente estudio.

11. Confrontando estos resultados respecto a las hipótesis de investigación cabe señalar, que durante el período 1970-1976 se confirma la relación directa que existe entre el sistema financiero y el crecimiento del producto real, y los cambios que se dan en los patrones de financiamiento en relación con la época anterior, de relativa estabilidad cambiaria. Se empieza a perfilar el papel de los intermediarios financieros no bancarios, resaltando hacia el final del período la desvinculación entre la captación bancaria y la inversión productiva.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL TERCER CAPITULO

- Aspe Armella, P. (1993) *El Camino Mexicano de la transformación económica*, F.C.E, México, 1993
- Aspe, Pedro (1994) "La reforma financiera de México" En: Comercio Exterior, Vol. 44, Diciembre de 1994, pp. 1044-1047
- Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- Banco de México. *La economía mexicana en 1992*
- Basave Kunhardt, Jorge (1994) "Recursos empresariales y circuitos financieros" En: Comercio Exterior, Vol. 44, diciembre de 1994, pp. 1102-1107
- Bennett, Robert L. (1965) *The Financial Sector and Economic Development: The Mexican Case*, The John Hopkins Press, Baltimore, 1965
- Borja Martínez, F. (1991) *El Nuevo Sistema Financiero Mexicano*. F.C.E., México, 1991
- Brothers, Dwight S. y Leopoldo Solís (1967) *Evolución financiera de México*, CEMLA, 1967
- Cabello, Alejandra (1994) "Deregulation and the Mexican Stock Market" Proceedings. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association
- Cypher, James M. (1992) *Estado y Capital en México. Política de Desarrollo desde 1940*, Siglo XXI, México, 1992
- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, *Boletín Estadístico*, Varios Volúmenes
- Dávila Aldás, Francisco (1995) *Del Milagro a la Crisis*, Fontamar, México, 1995
- Diario Oficial de la Federación, varios números
- Gómez Oliver, Antonio (1982) *Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico. Las experiencias de México y otros países latinoamericanos*, Fondo de Cultura Económica, México, 1982
- Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) *Mercado de Valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990*, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- Haneine, Ernesto (1987) *Sustitución de exportaciones* Diana, México, 1987
- Heyman, T. (1989) *Invertir en México*, Ed. Milenio, México, 1989
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Sistema de Cuentas Nacionales, México, varios volúmenes
- Huerta G., Arturo (1991) *Economía mexicana: más allá del milagro*, Diana, México, 1991

- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Boletín Mensual de Información Económica, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Cuadernos de Información Oportuna, México, varios volúmenes
- Katz, Isaac (1990) **El Sistema Financiero Mexicano**, CIDAC, Ed. Diana, México, 1992
- **La nueva banca y las agrupaciones financieras en México**, SHCP, México, varios volúmenes
- "La Política Económica" En: Informe de Labores de la Secretaría de la Presidencia, México, 1974
- Ley de agrupaciones financieras
- Ley sobre Instituciones de Seguros
- Natella, Stefano, et. al. (1991) **The Mexican Banking System**, CS First Boston, New York, 1991
- Nacional Financiera, Economía Mexicana en cifras, México, varios volúmenes
- Otitiz, Edgar (1980) "Caminata al Azar en México: Importancia y Eficiencia de la BMV" En: Contaduría y Administración, 112, 1980
- Ortiz Edgar and Noel Nava (1994) "Efficiency and Privatization of Comercial Banking in Mexico", Proceedings, Fourth International Conference, International Trade and Finance Association, 1994
- Ortiz, Guillermo (1983) "Dollarization in Mexico: Causes and Consequences" En: (P. Aspe Armella, R. Dornbush and M. Obstfeld, Eds.) ,**The Capital Market: The Problem of Latin American Countries** University of Chicago Press, Chicago, 1983
- Ortiz Martínez, G. (1994) **La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria**, F.C.E., México, 1994
- Pérez Stuart José A. y Fernando Pescador (1981) **La Bolsa**, Ed. Diana, México, 1981
- Quijano, José Manuel (1981) **México: Estado y Banca Privada**. CIDE, México, 1987
- Reynolds, Clark W. (1978) **La economía mexicana: su estructura y crecimiento en el siglo XX**, Fondo de Cultura económica, México, 1978
- Ruiz Durán, Clemente (1984) **90 días de política monetaria y crediticia independiente**, Puebla, Universidad Autónoma de Puebla, 1984
- Sepúlveda, B. y A. Chumacero (1973) **La inversión extranjera en México**. Fondo de Cultura Económica, México, 1973
- Solis, L. (1978) "The Financial System in the Economic Development of Mexico", En: Weltwirtschaftliches Archiv, 1978, pp. 38-44
- Spellman, L.J. y R.F. Dieli (1978) "Intermediación financiera y desarrollo económico en México 1966-1973" En: Boletín de CEMLA, Vol. XXIV, #2, 1978, pp. 66-81
- Villareal, René (1976) **El desequilibrio externo en la industrialización de México (1929-1975)**, Fondo de Cultura Económica, México, 1976
- Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1992) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1992
- Wallace, R.B. (1979) **La política proteccionista en el desarrollo económico de México**, Fondo de Cultura Económica, México, 1979

CUARTO CAPITULO

LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DE AUJE PETROLERO Y LA CRISIS DE 1982 (AGOTAMIENTO DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES) (1976-1982)

I. INTRODUCCIÓN

Este capítulo tiene el objetivo de seguir con el análisis del período de restricción financiera que se comenzó en el capítulo anterior. Aquí se investigará el período 1976-1982, cuando se da el auge petrolero y la crisis del 1982, o bien la etapa del agotamiento del modelo de sustitución de importaciones.

El capítulo está dividido en cinco partes, después de esta introducción. La segunda parte presenta la coyuntura económica durante los años 1976-1982, la tercera investiga los principales desarrollos en el ámbito financiero del mismo período, la cuarta analiza en base de flujo de fondos los patrones de financiamiento y el papel de los diferentes tipos de intermediarios financieros, la quinta complementa el análisis anterior con coeficientes de acervos financieros, y la sexta es una síntesis de las principales tendencias en el sexenio 1976-1982.

II. COYUNTURA ECONÓMICA. EL AUJE PETROLERO Y LA CRISIS DE 1982 (AGOTAMIENTO DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES)

La crisis y la política económica aplicada en 1976 y 1977 configuran un panorama de recesión económica, situación que iba a proseguir hasta lograr los cambios productivos necesarios para la reactivación, o hasta que algún elemento exógeno generara recursos (divisas) para hacer frente a los obstáculos del crecimiento (Huerta, 1991, p. 65).

En 1976 debido a la necesidad de impulsar las ramas productivas de México, el gobierno del Presidente José López Portillo (1976-1982) estableció un programa dividido en tres etapas bienales: recuperación, consolidación y crecimiento acelerado con inflación controlada. la política económica del primer bienio comprendió dos tratados: el Convenio de Facilidad Ampliada, con el Fondo Monetario Internacional en 1976 (Heyman, 1987), 1987, y la Alianza para la Producción, que se firmó a nivel nacional en 1977.

En el convenio firmado con el Fondo Monetario se establecieron metas relacionadas con: la oferta monetaria, las reservas internacionales. Por su parte, en el pacto nacional (entre el gobierno, la industria privada y los trabajadores), el gobierno se comprometió a administrar eficientemente el gasto público, y a la vez estimular la producción (Banco de México, 1979); la industria privada acordó realizar inversiones que reactivarían la economía y crearían así nuevos empleos; por su parte, los trabajadores prometieron

reducir sus demandas salariales para aligerar la inflación. Durante el período de 1977 a 1978 se reactivó la economía, pero la inflación aún se hallaba fuera de control.

El año de 1979 señaló el principio del período de consolidación de la recuperación económica. La producción interna bruta aumentó en 8% ese año, estimulada por una demanda creciente, para superar los porcentajes de 1976 (1.7%), 1977 (3.2%) y 1978 (7.3%) (Banco de México, Informes Anuales, 1977, 1978, 1979). El gobierno redobló sus esfuerzos para incrementar la demanda, salvar la producción y resolver sus problemas de circulación e intercambio (Haneine, 1987); además trató de suministrar artículos de primera necesidad a precios razonables y de generar capital para inversión. Se desarrolló también una política enérgica en materia de gasto público (Dávila Aldás, 1995). Se reordenaron las tasas de impuesto sobre la renta para compensar los daños causados por la inflación; no obstante, se redujeron considerablemente los ingresos del sector público. En 1979, el déficit presupuestal del gobierno federal aumentó 36.6% cuando se dio una inflación anual promedio de 20.7% (Nacional Financiera, 1984). La balanza de pagos se vio seriamente afectada por la recuperación de las importaciones, pero la estabilidad financiera y la exportación de petróleo fortalecieron el papel de México como sujeto de crédito en los mercados internacionales (Durán, 1984). Esto provocó la flexibilización de las políticas ortodoxas adoptadas al principio del período (Huerta, 1991).

La producción industrial se incrementó en 10% anual en promedio durante 1978-1979. Prácticamente todas las actividades industriales experimentaron, hasta cierto punto, este fuerte crecimiento, en particular la producción y refinación del petróleo (14.9%), la industria petroquímica (16.4%) y la industria de la construcción (13.3%) (Banco de México, 1980). Sin embargo, persistían rezagos en la actividad agrícola.

La economía mexicana recibió un impulso aún mayor gracias al mejoramiento en el índice de las exportaciones, particularmente del petróleo. También se produjo un alza sustancial en la venta de servicios (Mansell Carstens, 1994), así como en la exportación de bienes manufacturados. El valor de las mercancías exportadas alcanzó 8.8 miles de millones de dólares en 1979, lo que representó un incremento cercano al 100% comparado con 1977 (Banco de México, 1980). Sin embargo, los persistentes aumentos en la demanda ocasionaron una aguda elevación de las importaciones. La importación de materias primas y bienes de capital evidenció el principio del auge económico nacional. Por consiguiente, el valor de las importaciones alcanzó 12 mil millones de dólares, con un incremento también superior al 100%.

El déficit comercial, de 3.2 miles de millones de dólares en 1979, se vio suavizado hasta cierto punto por una balanza positiva en el renglón del turismo (con 759.8 millones de dólares), así como por la actividad comercial de la frontera (con 673.5 millones de dólares); no obstante, la cuenta corriente se vio agravada en otros rubros, especialmente el de deuda externa.

Ante este desequilibrio de la balanza de pagos, se concebía la posibilidad de compensarlo a mediano plazo con exportaciones de petróleo y sus derivados. Esto se

lograría, a corto plazo, mediante una expansión de la inversión extranjera directa (Quijano, 1981), así como de un mayor endeudamiento gubernamental con los inversionistas de otros países, con quienes se celebraron contratos de pagos a corto y mediano plazo con tasas de interés bajas. En 1979, la tasa de inflación se incrementaba; el gobierno trató de controlarla pero, al conceder mayor prioridad al mejoramiento del bienestar social, no contempló una reducción de la tasa de crecimiento como manera de reducir la inflación.

El elevado índice de natalidad (superior al 3% anual), así como la constante afluencia de trabajadores hacia las zonas urbanas, ocasionaron márgenes de desempleo y subempleo extremadamente elevados, los cuales requirieron de la creación de unos 800,000 empleos al año, sólo para mantener el inaceptable nivel existente. Se pretendía alcanzar una estabilidad a largo plazo pero, para lograrla, había que suprimir los desbalances internos de la economía, así como los de diversas regiones del país (Hancine, 1987, p. 27).

En 1980 la economía experimentó un fuerte impulso de la demanda agregada, así como una expansión del gasto público y del gasto de inversión del sector privado (Maxfield, 1991), lo cual estimuló el crecimiento de la demanda global. Pero, con una capacidad productiva interna relativamente inelástica, la presión de la demanda incrementó en forma considerable, además de la producción, las importaciones y la inflación.

En casi todos los sectores mejoró la producción y las importaciones siguieron creciendo, en tanto que el sector financiero se expandió con rapidez, debido al efecto del aumento de la demanda agregada sobre la base monetaria. Las tasas pasivas de interés se elevaron substancialmente para enfrentar el mayor nivel promedio de las tasas de interés externas y compensar el posible efecto negativo de la inflación.

Durante ese año, el patrón de crecimiento se caracterizó por una alta tasa de expansión del ingreso y la inversión, lo mismo que por un elevado ritmo de inflación. El proceso se apoyó en la amplia capacidad para importar y en el aumento de las exportaciones petroleras (Dávila Aldás, 1995). El mayor logro fue atenuar, por abajo de la inflación promedio, el alza de los precios de algunos productos básicos y de los salarios nominales.¹

Para 1981 la economía aún seguía el proceso iniciado en 1978. La tasa de crecimiento de las exportaciones petroleras fue de casi 40% (Moore, 1994) a pesar de lo cual resultó inferior al 94% que se observó como promedio durante los cuatro años anteriores. Además, ese mismo año se produjo la primera disminución considerable en la demanda mundial del petróleo.

¹ Banco de México "El comportamiento de la economía mexicana durante 1980", En: Comercio Exterior, #3, 1981, pp. 323-332

El volumen de las importaciones aumentó en mayor proporción que las exportaciones, contribuyendo a expandir la oferta de bienes y servicios a disposición de la economía. Sin embargo, el ritmo de compras al exterior fue menor que en años anteriores debido a cierta moderación en las adquisiciones de bienes de capital, intermedios y de consumo.

En general, en 1981 el producto interno bruto creció en 8.4%, aumentó el gasto público hasta alcanzar 48% del PIB y la inversión pública se elevó a casi 50% de la inversión total (Aguilar, 1992, p. 54), lo cual ayudó a experimentar el cuarto año consecutivo de un período de crecimiento de magnitud sin precedentes. No obstante, a mediados de ese año surgieron dificultades en la balanza de pagos, a causa de la caída del precio internacional del petróleo.²

En 1982 las reservas probadas de hidrocarburos habían hecho pasar al país a un lugar privilegiado como exportador. Se estableció un programa para la exportación de hidrocarburos y se fomentaron casi todas las actividades industriales (Dávila Aldás, 1995). Después de este breve período de auge, caracterizado por un flujo masivo de petrodólares, el país entró en 1982 en la crisis económica más grave en toda su historia. Los desajustes económicos y el desorden financiero llevan a la moratoria de pagos al exterior y a la nacionalización bancaria. Como consecuencia de estos problemas, el peso se devaluó debido a la intensificación de la fuga de divisas y la especulación contra la moneda nacional.

El 10 de diciembre de 1982 se anunció la eliminación del control de cambios integral que mantenía dos tipos de cambio: el preferencial a 50 pesos por dólar y el ordinario a 70 pesos por dólar. La cotización inicial en el mercado controlado se fijó en 95.0 y 95.10 pesos por dólar a la compra y a la venta, respectivamente; dicho valor quedó sujeto a un desliz de 13 centavos diarios que se mantuvo constante a lo largo de 1983. En el mercado libre la cotización fue de 148.50 pesos por dólar a la compra y 150.00 a la venta (Banco de México, 1983, p. 133).

La evolución de los agregados económicos mostró claramente la desfavorable situación económica del país. El producto interno bruto registró un descenso real del 0.5% siendo las actividades más afectadas: la construcción (-0.5%), la industria manufacturera (-2.9%), el transporte y las comunicaciones (-3.8%). También se produjeron resultados adversos en el comercio y el sector agropecuario, cuya rama más afectada fue la agricultura, que descendió 2.5% (Banco de México, 1983). Los únicos aumentos se registraron en minería y electricidad, actividades de participación estatal primordial, con porcentajes de 9.2 y 6.6, respectivamente, a pesar de lo cual fueron menores que los de

² Banco de México "La economía mexicana en 1981", En: Comercio Exterior, #4, 1982, pp. 447-452

1981. Más aún, el incremento en minería se debió fundamentalmente al aumento de 16% en la producción de hidrocarburos.³

Durante 1982, la política económica se orientó a abatir el ritmo de crecimiento de los precios, a pesar de lo cual el índice de precios al consumidor se elevó a 98.8% a fin del año, hecho que erosionó aún más el poder adquisitivo de las clases más desfavorecidas. El país enfrentó una crisis que comenzó a ser preocupante (Hancine, 1987). La recesión de los principales países capitalistas, el alza en 7.5% de la tasa de interés externa y la baja de los precios de petróleo a nivel mundial afectaban a México en diversos aspectos monetarios, financieros, comerciales y energéticos, entre otros, que acentuaban la necesidad de corregir fallas administrativas.

Internamente se resentía un intenso ambiente especulativo en el terreno financiero (Basave, 1994). La deuda pública externa medida en relación al PIB que se había mantenido estable en 2.3% de 1978 a 1980, aumentó rápidamente para llegar a 8% en 1981. Ante tal situación, el Presidente López Portillo, denunció en su último informe de gobierno, la existencia de una banca "concesionada, carente de solidaridad y altamente especulativa", por lo cual anunció la nacionalización de la banca y decretó el control generalizado de cambios (López Portillo, 1982).

La exportación petrolera permitió sobrellevar los desequilibrios de la economía, pero la vulnerabilidad de las finanzas era manifiesta, por depender exclusivamente de la deuda externa y de la exportación de los recursos petroleros (Moore, 1994), y por no contar con una gama bien diversificada de exportaciones manufactureras. Es por ello que el siguiente gobierno reconoció la necesidad de reajustar al aparato de producción y distribución con el fin de superar la baja e ineficiente productividad, la escasez de divisas, la insuficiencia del ahorro interno y la desigualdad social (De la Madrid, 1982).

III. COYUNTURA FINANCIERA

La administración de López Portillo resolvió a mantener las políticas de industrialización vía sustitución de importaciones, instrumentadas durante las dos décadas anteriores, a pesar de los rasgos negativos que éstas habían empezado a manifestar. Nuevos depósitos de petróleo fueron descubiertos y el gobierno supuso que los programas de sustitución de importaciones podrían ser financiados en el futuro gracias al incremento en los ingresos por concepto de exportaciones⁴ de petróleo (Durán, 1984). La prisa por desarrollar estas exportaciones llevó a grandes déficits fiscales y a un incremento insostenible de la deuda externa. Además muchos de los recursos extranjeros

³ Secretaría de Programación y Presupuesto, Sistema de Cuentas Nacionales de México, 1982-1984, México, 1985

⁴ Las exportaciones de petróleo se multiplicaron por 13.9 veces de 1977 a 1981, pasaron de 993.5 a 13 827.5 millones de dólares (Huerta, 1991, p. 67)

que entraron a México en este período fueron desperdiciados improductivamente (Gavin, 1991).

En lo que se refiere al tipo de cambio, éste prácticamente no se modificó de 1977 a 1981, lo que por un lado contribuyó a evitar fuertes presiones inflacionarias (Huerta, 1991), pero por otro lado configuró un tipo de cambio sobrevaluado⁵ con influencia negativa sobre la balanza en cuenta corriente.

En este período se dio el evento más importante en el mercado de valores durante los años 70 y 80, con la introducción de los certificados de tesorería gubernamentales (CETES) en 1978. Anteriormente la mayor innovación de estos mercados se presentó con la creación de petrobonos (1977). Los petrobonos representan un derecho sobre cierta cantidad de petróleo de propiedad estatal, y los valores de los bonos eran amarrados respectivamente al precio por barril de petróleo (Heyman, 1989 y Mansell Carstens, 1993). Otras innovaciones del período fueron la autorización del papel comercial en 1980 y de aceptaciones bancarias en 1981.⁶

Tanto el alza de las tasas de interés mundiales en 1979, como la caída en los precios de petróleo en 1980 y 1981 presionaron la capacidad de servicio de la deuda de México. De aquí que en agosto de 1982, el gobierno mexicano sorprende al mundo al dar a conocer que no puede cumplir con el servicio de su deuda externa. Este colapso se acompañó con fugas masivas de capital, estimadas a 52 miles de millones de dólares entre 1979 y 1982 (Ruiz Durán, 1984), una severa devaluación del peso, la imposición de controles de cambio y la nacionalización de los bancos comerciales.⁷

En 1982 México sufrió dos devaluaciones mayores: la primera en Febrero y Marzo, y la segunda en Agosto y Septiembre. Muchos analistas dentro y fuera del gobierno, suponían que había que esperar medidas más drásticas (Maxfield, 1992; Tello, 1984), como por ejemplo, el control de cambios externos, la eliminación efectiva de las cuentas internas en dólares, y la nacionalización del sistema bancario.⁸

Todas ellas fueron implementadas por el gobierno de López Portillo a fines de Agosto y principios de Septiembre de 1982. El 18 de Agosto el gobierno suspendió las transferencias al extranjero de las cuentas en mexdólares y convirtió estas cuentas

⁵ En 1977 el tipo de cambio es de 22.579 pesos por dólar; en 1978, 22.767; en 1979, 22.805; en 1980, 22.951; y en 1981, 24.514.

⁶ El papel comercial es un pagaré negociable, sin garantía específica, emitido por una empresa cuyas acciones están en el Registro Nacional de Valores de la CNV, y se puede renovar a su vencimiento para las mismas o diferentes cantidades y períodos. La aceptación bancaria es una letra de cambio emitida por la empresa a su propia orden y aceptada por los bancos con base en créditos que éstos les conceden a las empresas.

⁷ Fueron nacionalizados todos los bancos comerciales, excepto dos: el Banco Obrero, propiedad de los sindicatos y Citibank de México. Una discusión detallada sobre la nacionalización bancaria junto con un excelente análisis de las políticas monetarias en este período puede encontrarse en Ruiz Durán (1984)

⁸ Para una interpretación reciente de los efectos negativos del déficit gubernamental mexicano sobre el sistema financiero, véase Moore (1993)

denominadas en dólares en pesos al tipo de cambio de 70 pesos por dólar (Katz, 1990), mientras el tipo de cambio libre era de 100 pesos por dólar.⁹ Este acto creó sospechas en los inversionistas sobre las medidas que el gobierno podía imponer en el sistema financiero. El 1 de Septiembre el gobierno introdujo una serie completa de controles cambiarios y también nacionalizó el sistema bancario.¹⁰

Para contrarrestar el daño que la devaluación provocó a los prestatarios, se les autorizó un tipo de cambio especial y altamente favorable a ser aplicado a sus préstamos denominados en dólares (cuarenta pesos por dólar). En 1983 se estableció FICORCA (Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios), con el propósito de distribuir a largo plazo las pérdidas cambiarias sufridas por las empresas y de eliminar el riesgo cambiario de los adeudos existentes. Se formaron además, programas para el pago de adeudos vencidos a favor de proveedores del extranjero (Cortina Ortega, 1992).

Aunque la mayoría de las tácticas del gobierno de López Portillo fueron diseñadas para frenar las fugas de capital el resultado fue más bien un aumento de las mismas, debido a que los particulares cambiaron las cuentas en mexdólares por dólares en efectivo y cuentas foráneas (Gruben, Welch y Gunther, 1994). Los bancos sufrieron grandes pérdidas en liquidez, y contracciones en las ganancias sobre los préstamos denominados en dólares.¹¹ La nacionalización bancaria hizo evidentes los lazos existentes entre la banca y los grandes grupos industriales, puesto que éstos últimos después de la reprivatización de las casas de bolsa aumentaron fuertemente sus emisiones de valores.

IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS

El análisis de flujo de fondos hace resaltar las siguientes tendencias más importantes durante el período 1976-1982:

A. La canalización de fondos financieros hacia el sector privado (manejado en las matrices como sector "Empresas y particulares") presenta un comportamiento contradictorio, disminuyendo como porcentaje del total de fondos canalizados anualmente para los intermediarios no monetarios gubernamentales, pero aumentando hasta el año de 1981 para la banca comercial (*CUADRO 12*).

A.1. Para los *intermediarios no monetarios gubernamentales* se nota una disminución a lo largo del período en comparación con el período anterior de 1970 -1976. El comportamiento es errático, llegando a representar flujos negativos en 1978 y 1980.

A.2. El financiamiento canalizado de la *banca comercial* hacia el sector de las empresas y particulares marca un aumento de casi 10 veces en 1978 respecto al año

⁹ En cambio, los créditos se convirtieron al 50 por 1 como un subsidio a las empresas (Basave, 1994, p. 81)

¹⁰ Cuando se hizo la nacionalización fueron modificados los Artículos 28 y 123 para evitar la posibilidad que el sector privado pueda tener el control sobre un banco (Tello, 1984)

¹¹ Muy buen análisis del desempeño del sistema bancario en el período 1978-1984 (crecimiento y crisis) presentan Ortiz, Cinfuegos, Ordoñez y Cabello (1985)

anterior, manteniéndose muy alto en 1979 y 1980. Esto se debe a la liberación de una parte de los fondos orientados antes hacia el sector gubernamental, así como a las facilidades de endeudarse en el exterior.

CUADRO 12

**FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR
"EMPRESAS Y PARTICULARES"**

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1977	-146906	635	-29132	23
1978	13246	-28	61955	270
1979	17719	31	185113	137
1980	-7548	-33	43247	117
1981	14311	8	130777	85
1982	148149	32	-128597	-133

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

B. Se nota una *orientación de cantidades altas de fondos financieros hacia el sector gubernamental por los intermediarios no bancarios gubernamentales y el Banco de México (CUADRO 13)*, lo que ilustra las tendencias del aumento del gasto gubernamental por vía de endeudamiento externo, expuestas en la parte III del presente capítulo. Sin embargo, hay que mencionar que los intermediarios no bancarios gubernamentales operaron crecientemente con la banca privada internacional.¹² Al mismo tiempo *los flujos de fondos anuales canalizados hacia este sector por la banca comercial son negativos* entre 1978 -1980. La única explicación para este flujo decreciente en términos reales - mientras los encajes se elevan - es la caída de la intermediación local (Quijano, 1987), reflejando el hecho del creciente financiamiento del déficit presupuestal en el mercado de dinero y el aumento del endeudamiento externo, marcando un cambio en los patrones de financiamiento conforme la segunda hipótesis.

La canalización de recursos financieros desde el sector financiero hacia el sector público ha incrementado de 3.3% del PIB en 1978 a 10.6% del PIB en 1981. El crecimiento del crédito interno se orientó en mayor medida al sector público, dadas las exigencias para cubrir el financiamiento del déficit público (Huerta, 1991, p.70)

¹² Por ejemplo, Nafinsa, el principal agente financiero del gobierno durante 1970-1972 captó de la banca privada 59.9% del total de recursos captados en el mercado internacional, mientras que durante 1977-1979 este porcentaje aumentó a 70.7%. la misma tendencia se observa para Bancomext, Banrural,, etc. (Quijano, 1987).

CUADRO 13

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "GOBIERNO"

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1977	152820	-661	-78470	62	-37330	60
1978	-48151	100	-31561	-138	27238	130
1979	10446	19	-83642	-62	100431	121
1980	-8752	-38	-3729	-10	-6295	-58
1981	141495	75	23112	15	102506	107
1982	320731	70	200428	208	291218	57

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

C. En lo que se refiere a la *captación de fondos financieros desde el sector privado* por los intermediarios financieros en general, se nota un aumento en los primeros dos años de este período respecto al período anterior. El flujo neto del sector "Empresas y particulares" hacia el sector financiero aumentó de 3.5% del PIB en 1977 a 9.85% del PIB en 1980, lo que se debe ante todo al gran crecimiento de la economía.

C.1. *El CUADRO 14* muestra una baja de esta captación para los *intermediarios no bancarios gubernamentales* respecto al principio del período, siendo los flujos anuales positivos solamente en 1980 y 1981, pero de magnitud más baja que en 1977 (21,128, 25,110 y 30,498 millones de pesos de 1980, respectivamente). En los últimos dos años del período estos flujos de fondos desde el sector empresas y particulares llegan a sólo 15% del total clasificado en 1981 y hasta -6% en 1982. Esta disminución provoca que a partir de 1980 las instituciones nacionales de crédito obtengan un importante porcentaje de sus recursos a través de transferencias fiscales (Quijano, 1987), lo que conforme la tercera hipótesis, muestra su importancia para la política económica estatal.

C.2. La afluencia anual de fondos del mismo sector hacia la *banca comercial* aumenta a principios del período casi tres veces respecto a los flujos positivos registrados durante el período anterior, representando el gran total de las fuentes de fondos clasificados de estas instituciones (*CUADRO 14*). A pesar que las tasas de interés crecieron entre 1979 y 1980 por debajo del aumento de los precios, esto no afectó fuertemente la captación bancaria, dado el gran crecimiento de la economía. La captación bancaria aumenta cerca de 20% anual en precios consistentes (Huerta, 1991, p. 70).

Sin embargo, aunque para los fines del período se registran semejantes flujos anuales en millones de pesos de 1980, su participación en el total de fuentes de fondos

clasificados disminuye de 171% del total clasificado en 1977 a 47% en 1982, mostrando por un lado, la reorientación de algunas inversiones hacia el mercado de dinero que representa rendimientos crecientes, conforme la tercera y cuarta hipótesis, y por otro lado, el aumento de la fuga de capitales y el reinicio del proceso de desintermediación hacia los fines del período, a pesar de que en 1977 se introdujeron nuevos instrumentos de captación. Los certificados de depósito (con plazos de uno a 24 meses) tenían como objetivo a sustituir los bonos financieros e hipotecarios (Katz, 1990), ampliando el número de opciones de ahorro para el público y simultáneamente reduciendo la extrema liquidez de la captación bancaria. Esto confirma la persistencia de la desarticulación entre sector financiero y real como lo postula la quinta hipótesis de esta tesis.

CUADRO 14

**FLUJOS ANUALES DE CAPTACIÓN DE FONDOS FINANCIEROS
DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"**

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1977	30498	186	109757	171
1978	-28815	64	164951	110
1979	-438988	-571	-45914	-28
1980	21128	101	43284	50
1981	25110	15	185373	78
1982	-38070	-6	219095	47

1- flujo total anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

Entre 1976 y 1980 el ahorro nacional subió del 19 a 25% del PIB, una parte importante de éste fue absorbida y re canalizada por el sistema financiero nacional, que registró tasas de crecimiento anual en la captación superiores al 40% en el mismo período (Ibid. p. 82). Todo esto permitió que se empiece hablar de una reversión del proceso de desintermediación que fue obvio en los años 1974-1976. Sin embargo, el ahorro permaneció por debajo de los 30% registrados en 1970 y muy por debajo de los ritmos de inversión que se dieron en este período, debiendo se esto en gran parte a la pérdida del papel de la banca comercial según lo postula la tercera hipótesis del presente estudio.

Mientras que en 1978 la inversión bruta tuvo un monto equivalente al 24% del PIB, en 1981 este coeficiente alcanzó 29%. La consecuencia obvia fue que la inversión comenzó a financiarse cada vez más con ahorro externo. En 1978 el ahorro externo que se invirtió en el país fue de 3.3% del PIB, en 1981 esta proporción llegó a casi 6% (Banco

de México, 1982), confirmando una vez más la estipulada en la quinta hipótesis, desarticulación ente sistema financiero doméstico y sector productivo.

Además, mientras que desde 1976 a 1981 el déficit público se había financiado con recursos provenientes del Banco de México en cerca de 45% del total requerido, en 1983 dicho financiamiento ascendió al 60% del total. En 1982 el país tenía el más alto déficit fiscal en su historia excediendo los más altos niveles alcanzados por cualquier país; aparentemente sólo Israel e Irlanda en períodos de guerra (Suárez Dávila, 1983). Estaba presente en el país una superinflación que afectaba directamente el nivel de los precios. Se intentó estimular el crédito abatiendo las tasas de interés. Se dio en dos meses una baja de 10% cuando la inflación anual estaba aumentando en 55%, lo cual ocasionó de nuevo serios problemas de desintermediación financiera en el sistema bancario, según la tercera hipótesis, reflejándose en una caída de 11% en los saldos reales entre agosto y diciembre de 1982.

Asimismo se intentó mantener la capacidad de importación de insumos a través de un tipo de cambio irreal, con un complejo sistema de control de cambios que no sólo demostró su incapacidad para frenar la salida de los pocos dólares que quedaban, sino generó también salidas de pesos mostrando la desarticulación de las políticas financieras de la vida económica según lo presenta la quinta hipótesis. En 1982 la corriente de fondos hacia el exterior fue de tal magnitud que sobrepasó el flujo de ahorro externo hacia el interior de la economía, lo que ocasionó una salida neta de ahorro equivalente a 0.16% del PIB (Gruben et al., 1994). En este mismo año la inflación alcanzó 98%.

V. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Para ampliar el análisis del apartado anterior con los coeficientes basados en acervos, a continuación se presentan la razón de la profundización financiera para el período 1976-1982 y la participación de los intermediarios financieros no bancarios y de la banca comercial en el total de activos del sistema financiero consolidado.

A. La razón de profundización financiera se mantiene relativamente estable durante el período, representando 0.53 en promedio, un valor ligeramente más alto al del período 1970-1976 (0.51%).

Puede concluirse que para todo el período de restricción financiera analizado en esta tesis no ha habido cambios significativos en la razón de profundización financiera. Se nota cierto crecimiento de este coeficiente entre 1974-1976, pero luego éste disminuye para representar en 1978 niveles semejantes al período 1971-1974, reflejando los procesos de desintermediación financiera y confirmando la tercera y la quinta hipótesis de esta tesis.

CUADRO 15

**TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA
FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	PRODUCTO INTERNO BRUTO (2)	PROFUNDIZACIÓN (1)/(2)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1976	833	1371	61
1977	972	1849	53
1978	1133	2337	48
1979	1568	3068	51
1980	2180	4276	51
1981	3300	5874	56

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

B. En lo que se refiere a la participación porcentual de los recursos clasificados de los intermediarios no monetarios gubernamentales y de la banca comercial en el total de recursos clasificados del sistema financiero consolidado, los datos muestran lo siguiente:

B.I. Esta participación se mantiene sin mayores modificaciones para los intermediarios no monetarios gubernamentales durante el período, mostrando cierto aumento en 1977, permaneciendo estable durante los siguientes tres años y aumentando ligeramente en el último año. En promedio para 1976-1982, esta participación asciende a 34.1%, un porcentaje ligeramente más alto que el promedio de 32.6% registrado para 1971-1976 (CUADRO 16).

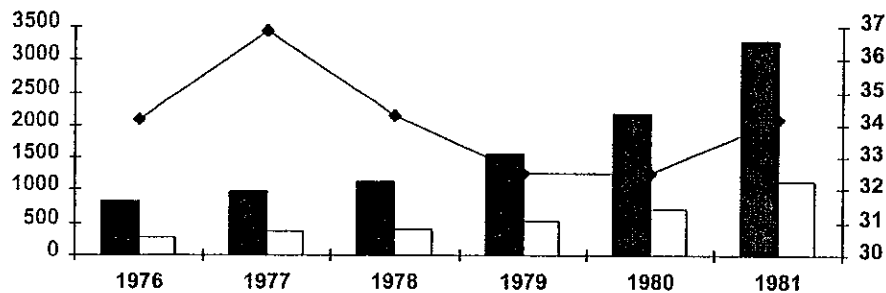
CUADRO 16

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL RECURSOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LOS IFNB GUBERN. (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1976	833	285	34.2
1977	972	359	36.9
1978	1133	389	34.3
1979	1568	510	32.5
1980	2180	709	32.5
1981	3300	1130	34.2

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

**COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LOS
INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES
(1976-1981)**



Gráfica 5

B.2. Como muestra el *CUADRO 17* el porcentaje de la *banca comercial* en el total de recursos clasificados se mantiene en 35.9% en promedio, comparado con el promedio de 46.1% para 1971-1976 y de 54% para 1971-1973.

Estos datos muestran claramente que a pesar de la cierta innovación que se dio durante el período 1976-1982 y de la creación de la banca múltiple, la participación porcentual de la banca dentro de los activos del total del sistema financiero se mantiene por debajo de la registrada a principios de los años 70, lo que indica que el proceso de desintermediación observado en el período anterior no ha llegado a superarse, conforme lo indica la tercera hipótesis de esta tesis.

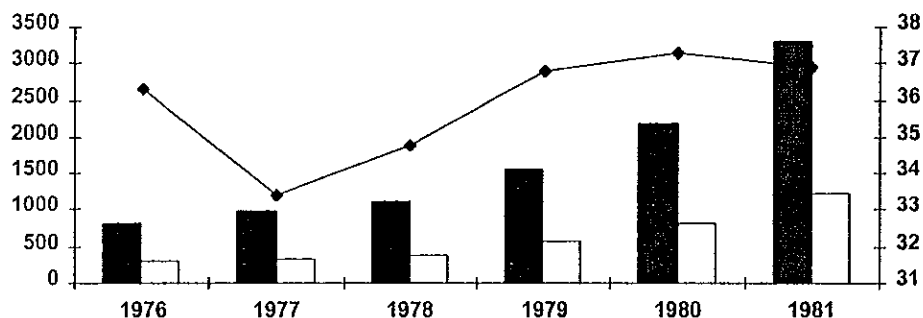
CUADRO 17

**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL
EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL RECURSOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1976	833	302	36.3
1977	972	325	33.4
1978	1133	394	34.8
1979	1568	577	36.8
1980	2180	813	37.3
1981	3300	1219	36.9

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A y 4-A del Apéndice

**COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LA BANCA
COMERCIAL (1976-1981)**



Gráfica 6

C. Para ampliar el panorama complementaremos los datos del punto anterior con la participación de las obligaciones de los intermediarios no bancarios gubernamentales y de la banca comercial en el total clasificado de obligaciones del sistema financiero consolidado.

C.1. A diferencia del período anterior, a lo largo de 1976-1982 se nota un descenso en la participación de los *intermediarios financieros no monetarios gubernamentales* en el total clasificado de las obligaciones del sistema financiero consolidado, llegando este porcentaje en 1981 hasta el nivel registrado en 1971 (31.2%). Esto se debe al hecho que en los últimos años de este lapso aunque se nota un aumento del ahorro interno, éste se debe ante todo a los pasivos denominados en moneda extranjera que se canalizaban principalmente hacia la banca comercial (CUADRO 18).

CUADRO 18

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES
CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LOS IFNB GUBERN. (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1976	577	260	45.1
1977	842	348	41.3
1978	1085	379	34.9
1979	1630	513	31.5
1980	2328	711	30.5
1981	3547	1108	31.2

Fuente: CUADROS 2-B y 4-B del Apéndice

C.2. Debido a lo anterior la participación de la banca comercial en el total clasificado de las obligaciones muestra un crecimiento sostenido a lo largo del período, llegando de 42% en 1976 a 46% en 1982 (CUADRO 19). Sin embargo, como ya se mencionó, este aumento se debió ante todo a los pasivos denominados en moneda extranjera que crecieron en 27.9% en 1979, 26.5% en 1980 y 48.4% en 1981. Al mismo tiempo, los pasivos denominados en moneda nacional disminuyeron con 10.7% entre 1978 y 1979 y con 8.5% entre 1980 y 1981. Esto confirma tanto la tercera, como la quinta hipótesis de esta tesis, puesto que la banca comercial no puede evitar la dolarización de los recursos, y tampoco logra de emplear productivamente los recursos captados en esta divisa.

CUADRO 19

PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO			COMERCIAL CLASIFICADAS EN EL TOTAL	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1)	TOTAL PASIVOS DE LA BANCA COMERCIAL (2)	ACTIVO COMERCIAL (3)	en millones de pesos	(2)/(1)*100
<i>miles de millones de pesos</i>		<i>miles de millones de pesos</i>	<i>pesos</i>	<i>porcientos (%)</i>
1976	577	13		42.0
1977	842	50		41.6
1978	1085	12		46.2
1979	1630	7		44.6
1980	2328	5		45.8
1981	3547	3		46.3

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del

VI. SÍNTESIS

1. Las tendencias detectadas durante este período confirman la primera hipótesis del presente estudio mostrando que las finanzas nacionales débiles imposibilitan el crecimiento económico alto y sostenido, así como la tercera hipótesis que postula el descenso del papel de la banca comercial y el fortalecimiento de los intermediarios financieros no bancarios (mismo que les permitirá amortiguar los efectos de la crisis posterior, según la cuarta hipótesis). Queda probada también la quinta hipótesis presentándose una clara desvinculación entre el sector financiero e inversión productiva en la economía real durante el lapso analizado.

2. A pesar de algunas medidas que se tomaron durante el período 1977-1981, persistieron diversos problemas, destacando la política de las tasas de interés y la política del encaje legal. Por lo que respecta a las tasas pasivas de interés, éstas siguieron siendo determinadas exógenamente, aunque con mayor flexibilidad que en el período anterior. Sin embargo, se siguió otorgando un premio al ahorro a corto plazo (en certificados de

depósito de uno y tres meses), que aunque menos líquidos que los bonos financieros e hipotecarios, seguían siendo sumamente líquidos, lo que provoca imposibilidad de financiamiento para las inversiones a largo plazo, y confirma la quinta hipótesis de esta tesis que postula la existencia de desarticulación entre sector real y sector financiero.

3. La disminución de la participación relativa de los intermediarios no monetarios gubernamentales en la captación interna tiene dos implicaciones importantes: primero, decrece la importancia de estas instituciones en el financiamiento del sector público, a menos que esas instituciones recurran a los préstamos del mercado internacional,¹³ y, segundo, los pasivos de los bancos comerciales que expresan opciones de activos financieros para el público quedan bajo control de las instituciones privadas. El problema se vuelve más complejo si se toma en cuenta que los bancos comerciales actúan simultáneamente en el mercado doméstico y en el mercado internacional bajo el régimen de libertad cambiaria. Todo esto redundará, en última instancia, en el debilitamiento relativo del Estado y en el fortalecimiento de los grupos financieros privados en el ámbito del mercado financiero mexicano.¹⁴ Sin embargo, este fortalecimiento no favorece con nada la inversión productiva y el crecimiento económico, confirmando una vez más la quinta hipótesis de esta tesis.

4. En este período se consolida la creación de la banca múltiple y la conversión de las instituciones bancarias y no bancarias antes especializadas, en departamentos de la banca múltiple. Empieza el proceso de la sustitución paulatina de los bonos financieros e hipotecarios (debido a su alta liquidez) por depósitos a plazo fijo, lo que quita campo de acción a las antes instituciones financieras e hipotecarias, o bien a los departamentos financieros e hipotecarios de la banca múltiple.

5. Como resultado del importante flujo de divisas a la economía, tanto por mayores exportaciones de petróleo como por un mayor endeudamiento externo, público y privado, el tipo real de cambio tenía que apreciarse, lo cual implicaba una reducción en las tasas de interés reales, mostrando un debilitamiento de la función de la banca comercial debida a equivocadas políticas financieras, según la tercera hipótesis del estudio.

6. A pesar de las tasas de interés reales negativas, en el período 1978-1981 la penetración financiera en la economía aumentó ligeramente respecto al nivel alcanzado en 1976, explicándose esto por el efecto riqueza que representó para la economía el petróleo y las consecuentes altas tasas de ingreso real, lo cual se tradujo en una mayor demanda de activos monetarios y no monetarios por parte del público.

¹³ Es importante mencionar también que crece el endeudamiento externo de los IFNMG con la banca privada internacional. De 1970 a 1972 la banca privada proporcionó a Nafinsa el 59.5% de los recursos captados en el exterior, mientras que de 1977 a 1979 ese porcentaje se elevó a 70.7% (Quijano, 1987).

¹⁴ Esta conclusión se fortalece por el hecho que en términos porcentuales los intermediarios no monetarios gubernamentales representaban 13% de la red física y la banca privada 87% (Nafinsa, Statistics of the Mexican Economy, 1974)

7. La contracción del gasto presupuestal también fue un factor importante para la liberalización del sistema financiero, ya que al reducirse los requerimientos del sector público, conforme la segunda hipótesis, el sistema bancario pudo canalizar un mayor volumen a la inversión privada. Sin embargo, desde 1978 se percibe que las empresas mexicanas recurren crecientemente al mercado internacional en busca de financiamiento. Esto se puede atribuir a tres razones principales: primero, el crédito en México era más caro que en el exterior, segundo, la abundancia petrolera contribuyó a reducir el riesgo cambiario (o al menos dio lugar a suponer que la autoridad monetaria dispondría de divisas para sostener el tipo de cambio) y, tercero, la abundante liquidez en los principales centros financieros y la necesidad de los bancos transnacionales de obtener clientes, seguramente facilitó el acceso de empresas grandes y medianas al crédito externo. Podemos hablar en este aspecto de una paradoja: los bancos aumentan relativamente su liquidez, pero la demanda de crédito interno se reduce relativamente, lo que como ya fue indicado testifica la desarticulación entre sistema financiero y sectores productivos domésticos, según la quinta hipótesis.

8. Con la Ley del Mercado de Valores de 1975 se actualizó su estructura la de los intermediarios financieros bursátiles. Las casas de bolsa fueron institucionalizadas, se fijó un mínimo de capital y al quedar sus operaciones sujetas a una regulación formal pudieron expandirse rápidamente. Los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), a su vez representaron la base para la futura operación de los mercados de dinero y de deuda pública. Su tasa de rendimiento ha sido desde entonces, representativa del mercado de dinero. Los CETES encuentran aceptación tanto en el sector privado no bancario, como en el sector de la banca privada. De aquí podemos concluir, de acuerdo con la tercera hipótesis de esta tesis, que los certificados de la tesorería, todavía de manera incipiente, han contribuido a financiar al sector público y, al mismo tiempo, han servido de "colchón" en los momentos de liquidez excesiva de los bancos comerciales.¹⁵ Aquí vemos el principio del fortalecimiento de su papel, que en el siguiente período permitirá amortiguar los efectos de la crisis, como lo postula la cuarta hipótesis.

9. Aunque se nota cierta recuperación económica en 1977-1979, sostenida ante todo por las exportaciones petroleras y el creciente endeudamiento externo ante todo con la banca privada transnacional, en 1980-81 las tendencias macroeconómicas empezaron a revertirse y en 1982 estalló la crisis provocada por la caída de los precios de petróleo y la falta de flujos de crédito externo, misma que mostró la disfuncionalidad del sistema financiero, confirmando la tercera y la quinta hipótesis de este estudio.

10. Al desaparecer los factores que habían dinamizado la economía (precio y demanda internacional de petróleo crecientes, y amplia disponibilidad crediticia externa) no podía mantenerse dicha dinámica con base en las condiciones productivas y

¹⁵ Para absorber liquidez en situación de baja demanda de crédito los bancos empiezan a comprar títulos internos de alto rendimiento.

financieras internas (Huerta, 1991, p. 104), mostrando claramente el carácter estructural de la crisis. En confirmación de la primera hipótesis de esta tesis resalta la insuficiencia de las finanzas nacionales a mantener endogenamente un crecimiento económico alto e sostenible en cuanto se revierten los elementos exógenos que fomentan la sobreacumulación de capital.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL CUARTO CAPITULO

- Acciones y Valores de México. En: Análisis Financiero y Bursátil, junio de 1989
- Aspe, P. (1992) "Entorno y desafíos del sistema bancario" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, 1992, pp. 955-960
- Aspe Armella, P. (1993) El Camino Mexicano de la Transformación Económica, F.C.E, México, 1993
- Aspe, Pedro (1994) "La reforma financiera de México" En: Comercio Exterior, Vol. 44, Diciembre de 1994, pp. 1044-1047
- Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- Banco de México. "El comportamiento de la economía mexicana durante 1980" En: Comercio Exterior, #3, 1981, pp. 323-332
- Banco de México. "La economía mexicana en 1981" En: Comercio Exterior, #4, 1982, pp. 447-452
- Basave Kunhardt, Jorge (1994) Recursos empresariales y circuitos financieros. En: "Comercio Exterior", Vol. 44, diciembre de 1994, pp. 1102-1107
- Borja Martínez, F. (1991) El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, F.C.E., México, 1991
- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Boletín Estadístico, Varios Volúmenes
- Concentración en el Sistema Financiero Mexicano, Documento #34, Banco de México, Marzo de 1981
- Dávila Aldás, Francisco (1995) Del Milagro a la Crisis, Fontamar, México, 1995
- Diario Oficial de la Federación, varios números
- Durán, Esperanza (1984) "El petróleo y la revolución en México: trayectoria de una política nacional" En: Cuadernos sobre perspectiva energética, #57, El Colegio de México, 1984
- Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1992) "From Banca to Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper. Inaugula Conference on Financial Management. Suffolk University, November 1992
- Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) Mercado de valores. crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- Gavin, Michel (1991) "The Mexican Oil Boom", Discussion Paper #548, Department of Economics, Columbia University, May 1991
- Guzmán M., Roberto (1988) Bolsa de valores: Estrategias y Perspectivas. M.A. Porrúa, México, 1988
- Gruben W.C., J.H. Welch y J.W. Gunther, (1994) "U.S Banks Competition and the Mexican Banking System: How Much Will NAFTA Matter?" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, Sept. 1994
- Haneine, Ernesto (1987) Sustitución de exportaciones, Diana, México, 1987
- Heyman, T. (1989) Invertir en México, Ed. Milenio, México, 1989

- Huerta G., Arturo (1991) **Economía mexicana: más allá del milagro**, Diana, México, 1991
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Sistema de Cuentas Nacionales, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Boletín Mensual de Información Económica, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Cuadernos de Información Oportuna, México, varios volúmenes
- Katz, Isaac (1990) **El Sistema Financiero Mexicano**, CIDAC, Ed. Diana, México, 1992
- Laderman Elizabeth and Ramon Moreno (1992) **NAFTA and U.S Banking**, FRBSF Weekly Letter, Number 92 (40), 1992, pp. 1183-1200
- **La nueva banca y las agrupaciones financieras en México**, SHCP, México, varios volúmenes
- López Portillo, José (1982) "Sexto Informe Presidencial" En: Comercio Exterior, Vol. 32, #9, 1982
- Mansell Caistens, Catherine (1994) "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto" En: **Reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- Maxfield, Sylvia (1991) **Governing Capital, International Finance and Mexican Politics**, Cornwell University Press, Cambridge, 1991
- Moore, Robert R. (1993) "The Government Budget Deficit and the Banking System: The Case of Mexico" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, August 1993
- Nacional Financiera, **Economía Mexicana en cifras**, México, varios volúmenes
- Ortiz E., M.V. Cifuentes, R. Ordoñez y A. Cabello (1985) "Commercial Banking during Boom and Crisis in Mexico", Annual Meeting of North American Economics and Finance Assotiation/Allied Social Science Assotiations, New York, Dec. 28-30, 1985
- Ortiz, Edgar (1980) "Caminata al Azar en México: Importancia y Eficiencia de la BMV" En: Contaduría y Administración, 112, 1980
- Ortiz, Guillermo (1983) "Dollarization in Mexico: Causes and Consequences" En: (P. Aspe Armella, R. Dornbush and M. Obstfield, Eds.) **Financial Policies and the World Capital Market: the Problem of the Latin American Coutries**, The University of Chicago Press, Chicago, 1983
- Ruiz Durán, Clemente (1984) **90 días de política monetaria y crediticia independiente**, Puebla, Universidad Autónoma de Puebla, 1984
- SHCP, **El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988**, noviembre de 1988
- SHCP, **Ley Reglamentaria del Servicio de Banca y Crédito Público**
- SHCP, "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988" En: Mercado de Valores, #3, Nacional Financiera, México, 1984
- Tello, Carlos (1984) , **La Nacionalización de la Banca en MéxicoI**, México, Siglo XX, 1984
- Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1984) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1984
- Wallace, R.B. (1979) **La política proteccionista en el desarrollo económico de México**, Fondo de Cultura Económica, México, 1979

QUINTO CAPITULO

LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS DURANTE EL PERIODO DE LA TRANSICIÓN HACIA LA LIBERALIZACIÓN (1982-1988)

I. INTRODUCCIÓN

Este capítulo tiene como objetivo de analizar el período de inicios de la apertura económica y de transición hacia la liberalización financiera (1982-1988) y está dividido en cinco partes después de esta introducción. La segunda parte presenta la coyuntura económica del periodo estudiado, la tercera parte muestra los principales desarrollos en el ámbito financiero que indican el comienzo de la desregulación y la liberalización del sistema financiero, la cuarta parte presenta el análisis de flujo de fondos de las principales modificaciones en los patrones de financiamiento y en el desenvolvimiento de los intermediarios financieros no bancarios dentro de los circuitos financieros, y la quinta parte complementa al análisis de flujo de fondos con algunos indicadores basados en el análisis de los acervos, como razón de la profundización financiera y la variación de la participación de los intermediarios financieros no bancarios en el total de recursos del sistema financiero consolidado.

Al final, la sexta parte sintetiza las principales tendencias detectadas durante el período en lo que se refiere al papel de los intermediarios financieros no bancarios y a las modificaciones de los patrones de financiamiento.

Este período es muy importante para la demostración de todas las cinco hipótesis de esta tesis, presentando desarrollos de gran significado tanto en la interacción del sistema financiero con la economía real, como en la configuración de nuevos patrones de financiamiento, basados en el creciente desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios, que contribuyen a disminuir, aunque de manera temporal, la dependencia del país de los recursos externos y amortiguar los efectos negativos de la crisis de 1982. Sin embargo, así como lo estipula la última hipótesis del estudio, en este período resalta también una fuerte desarticulación entre los sectores financiero y real de la economía mexicana, que no permite la canalización hacia la inversión productiva de los abundantes recursos captados por los intermediarios financieros.

II. COYUNTURA ECONÓMICA

Al iniciar su gestión - fines de 1982 - el Presidente Miguel de la Madrid Hurtado (1982-1988) manifestó su confianza en "la importante planta industrial mexicana, los amplios recursos naturales del país y el lugar privilegiado de México como reserva petrolera mundial"(De la Madrid, 1982). Sin embargo, la crisis había provocado una inflación cercana al 100% y la actividad de los sectores productivos era muy débil. El ingreso de divisas provenía principalmente de la exportación de petróleo que representaba 75% del total exportado, y de una base exportadora muy reducida. La inversión

productiva se encontraba paralizada y el poder adquisitivo a su mínima expresión (Basave Kunhardt, 1992)

La deuda externa ascendía a más de 89,000 millones de dólares y la disponibilidad de crédito externo se había reducido en forma drástica, lo cual constituía una seria amenaza para la planta productiva y el empleo. La crisis se ubicaba entonces en un contexto de incertidumbre mundial, cuyos elementos más importantes que afectaban la economía mexicana eran la caída de los precios de petróleo, la reducción de la demanda por importaciones en general a nivel mundial debido a la recesión en los países industrializados, y el alza de las tasas de interés en los principales centros financieros, lo que encarecía el servicio de la deuda mexicana y junto con el atmósfera de desconfianza reducía las cantidades de financiamiento disponibles para el país.

Una de las primeras medidas adoptadas por el Presidente De la Madrid fue la aplicación del Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) (Moreno y Flores, 1995) con el cual intentarían combatir la inflación, proteger el empleo y recuperar las bases de un desarrollo económico firme y eficiente. De los diversos puntos contenidos en el programa destacaron: la disminución del gasto público, la protección y estímulo de los programas de producción, el aumento de los ingresos públicos para frenar el desmedido crecimiento del déficit que lo agobiaba, la canalización del crédito disponible hacia las prioridades del desarrollo nacional, así como la reivindicación del mercado cambiario bajo el control del Estado.

Con las políticas descritas, las autoridades se proponían obtener los primeros beneficios de la banca nacionalizada para superar la dolarización del sistema financiero y la fuerte fuga de capitales, iniciando así su respuesta ante la crisis. La descentralización de la vida nacional comenzó a recibir desde entonces mayor apoyo gubernamental (Rubio, 1992). Con esta medida se intentaba iniciar el cambio de la estructura económica nacional en busca de la autosuficiencia federativa, con objeto de alcanzar un pleno desarrollo económico en el futuro, y garantizar a la población un nivel de vida más alto (De la Madrid, *ibid.*, pp. 1283-1284).¹

Las iniciativas del PIRE trajeron consigo una reducción sin precedentes en los déficit primario y operacional; sin embargo, el déficit total como parte del PIB permaneció en un nivel alto debido ante todo al elevado pago de la deuda interna, y las altas remesas al exterior por concepto de la deuda externa. Entre 1983 y 1985, el balance primario disminuyó en 10.7% del PIB y el superávit operacional en 6.3% (Banco de México, 1987). El déficit operacional llegó a su equilibrio hacia fines de 1985.

Las cuentas externas representaron una restricción importante para la formulación de la política económica después de 1982. Las transferencias netas a México cayeron de 7.4% del PIB en 1981 a -5.8% en 1985 y a -5.7% en 1988. De este modo, el país, de ser un importador neto de capital del orden de 12 mil millones de dólares al año en 1981, se

¹ Es obvia la semejanza de estas políticas con las políticas que se proponen actualmente para resolver la crisis que vivimos, lo que muestra claramente que ciertos problemas detectados hace más de diez años siguen sin resolver.

convirtió en un exportador neto de capitales, con una salida de más de 10 mil millones de dólares durante esta administración.²

En 1984 el gobierno redujo la tasa de depreciación del tipo de cambio nominal, como parte de la estrategia de control de la inflación; sin embargo, ésta última descendió lentamente. La apreciación del tipo de cambio real comenzó a afectar las exportaciones manufactureras, sobre todo en el primer semestre de 1985 (Dávila Aldás, 1995). Al empeoramiento de las condiciones contribuyó el encarecimiento de muchos insumos por la excesiva protección.

Los terremotos de septiembre de 1985 y la caída en 23.8% de los precios internacionales de petróleo en 1986 afectaron seriamente el desarrollo macroeconómico del país. La disminución de la demanda de hidrocarburos y la posterior caída de sus precios mermaron el ingreso del sector público en casi 9 mil millones de dólares en 1986, cantidad equivalente al valor total de la producción agrícola de este mismo período (Aspe, 1993, p. 24).

En 1986, al contrario de las políticas seguidas en 1982, las autoridades respondieron a la disminución en los términos de intercambio con tasas de interés más elevadas.³ Los efectos de la apertura comercial para bienes intermedios y la corrección del tipo de cambio real en 35%, que comenzó en 1985, alentaron las exportaciones manufactureras, que registraron un crecimiento de 23.3%. Para este crecimiento contribuyeron también las políticas de desregulación y simplificación de los trámites para la exportación,⁴ así como la eliminación del sesgo antiexportador en algunas medidas proteccionistas y el fortalecimiento del mecanismo de importaciones temporales (Dávila Aldás, 1994). Los estímulos promocionales, crediticios y fiscales se empezaron a racionalizar y acercar a las reglas internacionales, para evitar derechos compensatorios. La apertura comercial del país y su enlace con la economía mundial se reafirmó con la entrada de México al GATT en 1986 (Rubio, 1992).

Entre 1982 y 1987 el salario mínimo general sufrió una reducción de 44.6% en términos reales, mientras que los salarios contractuales, incluyendo prestaciones, descendieron 40.5%. Esto permitió una mayor competitividad de las exportaciones de los sectores intensivos en mano de obra e impulsó a la industria maquiladora. Las exportaciones totales de las 2,500 millones de dólares en 1980 a 10,100 en 1988 (Gereffi, 1993).⁵ Además se consiguió una fuerte contracción de la demanda. Todo esto junto con el aumento moderado de los precios de petróleo contribuyó para que la economía muestre

² Para un detallado estudio del desarrollo de la deuda externa de México 1950-1993, véase Moreno y Flores (1995)

³ Para enero de 1983 las tasas de interés eran de 61.3% comparado con 28.9% del mismo mes del año anterior (Huerta, 1991, p. 143).

⁴ Por ejemplo, en 1982 se exigían permisos previos para la importación de todas las mercancías, para 1990, sólo 20% seguían sujetos a este requisito. En 1982 existían 16 tasas arancelarias, con un promedio de 27%, en 1990 existen sólo 5 tasas arancelarias con un promedio de 13%.

⁵ El número de plantas maquiladoras en México ha aumentado de 620 en 1980 a casi 1,900 en 1990. El personal empleado durante el mismo período ha aumentado de 100,000 a 450,000. Para un análisis detallado del impacto de la industria maquiladora en México véase González-Aréchiga y Barajas Escamilla (1989), y para comparación de la competitividad de las maquiladoras mexicanas y las empresas de las Zonas Industriales Orientadas a la Exportación del Sudeste Asiático, Rodríguez Esquivel (1993)

algunos signos de recuperación a principios de 1987 (Comisión Nacional de Valores, 1988, p. 8).

Sin embargo, una economía como la mexicana, con fuerte presencia del Estado, que de pronto entra a una etapa de austeridad fiscal combinada con políticas subvaluadoras del tipo de cambio y crecientes tasas de interés, adquiere altos índices inflacionarios y recesivos (Aguilar, 1992).

Hacia 1987 se vive una especie de agotamiento del sistema de ajuste que se agrava a fines del año por una fuerte crisis financiera, que se reflejó en el desplome bursátil más importante en la historia del mercado de valores de México, que alcanzó la magnitud de 40 billones de pesos, en menos de 40 días el índice retrocedió 74% (Comisión Nacional de Valores, 1988, p. 13). Esta crisis fue provocada en parte por la caída de los principales centros financieros internacionales; pero también se debió a errores internos en el manejo del mercado de valores.⁶ Los grandes inversionistas habían logrado enormes beneficios por la entrada masiva al mercado de inversionistas menores e inexpertos en el momento en que el mercado de valores se encontraba sobrevalorado (Basave Kunhardt, 1992).

Paralelamente con los problemas de la Bolsa de Valores se desató una inercia inflacionaria de 6% mensual y una intensa fuga de capitales,⁷ que se aceleró con la devaluación de Noviembre de 1987. Estos hechos pusieron al gobierno en frente la toma de decisión entre emprender otro intento de estabilización ortodoxa, o combinar el ajuste fiscal con fuertes medidas para realizar el cambio estructural y combatir la inercia inflacionaria.

El 15 de Diciembre de 1987, el Presidente de la República y los representantes de los sectores obrero, campesino y empresarial suscribieron el Pacto de Solidaridad Económica (Aspe, 1993). Los objetivos del pacto eran corregir de manera permanente las finanzas públicas, por medio de reducción del tamaño del sector público y la privatización de las empresas no estratégicas manejadas por el estado; aplicar una política monetaria restrictiva; corregir la inercia salarial mediante una indización "ex-ante"; definir acuerdos sobre precios en sectores líderes; la apertura comercial debía fijar un límite superior a los precios de los bienes comerciables y contribuir a abatir el costo de los bienes intermedios; control de la inflación (inflación positiva y decreciente), para evitar que el objetivo de una inflación nula provocara una expansión demasiado rápida en la demanda agregada respecto a la producción de bienes.

⁶ Entre los principales errores cuentan la intensa especulación debida por parte a la promoción de los mismos intermediarios, y al manejo arbitrario de información confidencial; la pérdida del equilibrio que debe existir en todo mercado de valores entre la inversión de largo plazo y la inversión a corto plazo; no se exigía capital social mínimo a las casas de bolsa para garantizar su solvencia; los programas de supervisión e inspección de la Comisión Nacional de Valores eran insuficientes; se proporcionaba insuficiente información a los clientes de las sociedades de inversión sobre la composición de sus carteras y sus políticas de operación.

⁷ La fuga de capitales en Octubre - Diciembre de 1987 ascendió a 1,500 millones de dólares, valor que superó el de la repatriación de capitales realizada en 1986 (1,330 millones de dólares). (Banco de México, 1988).

III. PRINCIPALES DESARROLLOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO

La administración gubernamental de los bancos nacionalizados implementó medidas para incrementar la estabilidad y la solvencia del sistema financiero. El gobierno de Miguel De la Madrid Hurtado implementó políticas de recapitalización bancaria y promovió aún más la consolidación. Para el año de 1983 la cantidad de los bancos nacionalizados disminuye a 30 (Ortiz, Cifuentes, Ordoñez y Cabello, 1985). En 1985, de 58 bancos que fueron nacionalizados originalmente, permanecieron 18 (Banco de México, 1992, p. 84).

La nacionalización bancaria revirtió algunas tendencias o reformas del pasado. Entre éstas la más importante se encuentra en la reimposición de la división entre los sectores bancario y no bancario del sistema financiero (Maxfield, 1992). Por ejemplo, el gobierno de De la Madrid reprivatizó los recursos no bancarios de la banca múltiple, pero mantuvo el control sobre los bancos.⁸ En muchos casos los fondos no bancarios fueron comprados por los antiguos propietarios bancarios, teniendo como fuente las casas de bolsa y utilizando como medio de pago los bonos de indemnización.⁹ Entonces las empresas incrementaron sus emisiones de valores en el mercado de valores, para obtener financiamiento, mostrando claramente que los bancos de fomento sustituían antes a los mercados de capital (Fischer, Ortiz y Palasvirta, 1992, p. 7).

El crecimiento del sector financiero no bancario en los años 80, especialmente en lo que se refiere al mercado de dinero fue enorme y explica porque la innovación financiera no se frenó con la nacionalización del sector bancario, el cual por estar sujeto a una regulación excesiva no pudo desarrollarse competitivamente. Las tasas de interés permanecieron muy altas, de 30% en términos reales (Cabello, 1994, p. 5). Entre 1982 y 1988, los recursos de las instituciones financieras no bancarias crecieron de 9.1% del total del sistema financiero a 32.1%.

Ya se mencionó anteriormente que el gobierno comenzó a emitir bonos de la tesorería (CETES) en 1978. Durante la administración de De la Madrid, la comercialización de los CETES en La Bolsa de Valores proporcionó al gobierno una alternativa a las ventas forzadas de valores (Villegas y Ortega, 1992), expresadas en requerimientos de reservas bancarias, y se volvió, naturalmente, también en una alternativa al financiamiento externo, al que de hecho no se podía acceder. La expansión de esta alternativa para el financiamiento gubernamental fue un instrumento particularmente importante para ajustar los desbalances fiscales en este período (Katz, 1990). Las reglas y regulaciones restrictivas continuaban frenando la expansión del sector bancario, así que inclusive el financiamiento bancario forzado no constituía una fuente suficiente de fondos.

Aunque en gran parte el crecimiento inicial del mercado de valores podía explicarse con las crecientes emisiones de CETES, en 1985 a estos se agregaron los bonos de desarrollo bancario, en 1986 los Pagafes, que representaban bonos mexicanos denominados en dólares, y los BORES (bonos de desarrollo urbano con interés fijo), y en

⁸ SHCP, Ley Reglamentaria del Servicio de Banca y Crédito Público

⁹ Los antiguos propietarios de los bancos fueron indemnizados con estos bonos con vencimiento a 10 años y tasa de interés amarrada a la de los CD (Heyman, 1989, p. 138).

1987 los Bondes (bonos de desarrollo con interés fijo).¹⁰ A estos instrumentos y sus transacciones deben añadirse las correspondientes al papel comercial y las aceptaciones bancarias. Todo esto permitió que el mercado de bonos y especialmente el mercado de dinero incrementaran su liquidez de manera significativa (Heyman, 1989, pp. 123-160).¹¹ En este sentido las casas de bolsa privadas se convirtieron en intermediarios de la deuda pública interna jugando un papel relevante en el costo de dicha deuda (Basave Kunhardt, 1994B, p. 85).

Con el nuevo resurgimiento del sector no bancario, el sistema bancario requería de nuevas innovaciones y desregulación para mejorar su competitividad en la captación de fondos.¹² Así que los bancos empezaron a competir efectivamente por la captación del ahorro. Las cuentas maestras aparecieron en 1986.¹³ En 1987, como parte del esfuerzo a recapitalizar los bancos y ganarse la confianza de los grupos industriales, el gobierno emitió los Certificados de Participación Patrimonial (CAPS).¹⁴ Como primer paso hacia la reprivatización bancaria, el gobierno utilizó los CAPS como vehículo de venta de 34% de sus tenencias bancarias al sector privado.¹⁵ Los CAPS se emitieron durante el boom general del mercado de valores y se vendieron con utilidad significativa.

La poca diversificación tradicional en el menú de opciones financieras del mercado de valores interno y su aguda concentración permitió que fuera captado e influido poderosamente por las inversiones empresariales y personales de los empresarios. Los grupos empresariales en México implementaron una estrategia de inversión financiera que les produjo enormes ganancias, pero abandonaron drásticamente la inversión productiva con el consecuente retraso en sus niveles de productividad (Basave Kunhardt, 1994B).¹⁶

Con las sobreganancias realizadas en el mercado de valores permitieron al sector empresarial privado, en primer lugar, reducir su deuda bancaria, y en segundo lugar, sustituir en importancia al sector externo como acreedor del gobierno. Las tasas de crecimiento de la deuda bancaria del sector manufacturero, por encima de 28% de 1978 a 1980, y por sobre el 113% en 1982 debido a la devaluación, pasaron a 3.3% en 1984 y a -

¹⁰ Acciones y Valores de México. En: Análisis Financiero y Bursátil, junio de 1989

¹¹ Para Septiembre de 1993, el total de la deuda pública interna estaba denominada en valores gubernamentales, distribuidos en la siguiente proporción: CETES 43.34%, Ajustabonos 26.22%, Bondes 24.54%, SAR 4.38% y Tesobonos y otros 1.52% (Ortiz Martínez, 1994, p.29).

¹² SHCP, "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988" En: Mercado de Valores, #3, Nacional Financiera, México, 1984

¹³ Para una descripción detallada de las opciones de ahorro y financiamiento, y las operaciones que pueden efectuarse en los mercados de dinero y capital, implementados en el período 1983-1992, véase Aspe, 1993, pp. 79-80

¹⁴ Los CAPS fueron diseñados desde el año 1983, sin embargo tenían que pasar cuatro años hasta que se emitan. Los CAPS fueron emitidos como acciones de tipo "B", que pueden adquirirse solamente por mexicanos y no pueden representar la mayoría de control.

¹⁵ SHCP, El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988, noviembre de 1988

¹⁶ La desvinculación del capital dinero empresarial con su capital productivo es un fenómeno común de la década en los países desarrollados. Sin embargo, a diferencia de México, aquí se trata de empresas con altos niveles de productividad y con tasas de reinversión de utilidades por encima de la media mundial. Más detalles al respecto se pueden encontrar en Basave Kunhardt (1994B)

11.74% en 1987. Además el sector privado detentaba el 62% de la deuda interna del gobierno federal.(*ibid.*, pp. 117 y 120).

Sin embargo, las grandes ganancias realizadas por las empresas y particulares en el mercado de valores no se destinaron a la inversión productiva (Rodríguez y Salas, 1990), sino se reciclaban hacia nuevas inversiones financieras. Puesto que las ganancias en la Bolsa de Valores superaban las ganancias esperadas de la inversión productiva, ésta no participó en forma suficiente en este nuevo circuito financiero. La inflación¹⁷ y las presiones sobre las finanzas públicas, junto a la recesión y las expectativas negativas que predominaban en la economía, no creaban las condiciones financieras ni las decisiones de inversión necesarias para el desarrollo económico (Huerta, 1994, p. 25).

Aunque los intentos de liberalización llevados a cabo durante la administración de De la Madrid fueron importantes, los podemos considerar únicamente como una base sólida para las rotundas transformaciones llevadas a cabo por el gobierno del presidente Salinas de Gortari. En este período con el objetivo de acelerar el proceso de desregulación de los mercados nacionales y liberalizarlos para el comercio exterior e inversiones foráneas en México se efectuaron dos importantes políticas: la privatización completa del sector bancario y la firma del Tratado de Libre Comercio con sus vecinos del Norte (Ortiz y Nava, 1994, p.11). El desenvolvimiento del sector financiero y de los intermediarios financieros no bancarios a la luz de la implementación de estas políticas es objeto de la tercera sección del sexto capítulo.

IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS DEL PERIODO 1982-1988

Entre las tendencias más importantes durante este período resaltan las siguientes:

A. Disminución relativa de la canalización de fondos financieros hacia el sector privado (manejado en las matrices como sector "Empresas y particulares"). Esta tendencia se presenta en cuanto los diferentes tipos de intermediarios financieros de modo siguiente:

A.1. Para los *intermediarios no monetarios gubernamentales*, como muestra el *CUADRO 20*, los flujos anuales de financiamiento aunque aumentan en su expresión absoluta, presentan una disminución continua en términos relativos, llegando los flujos de fondos destinados al sector privado a 47% del total de usos de fondos clasificados en los años 1983/84 a 24% en los años 1987/88

A.2. Como se puede observar en el mismo *CUADRO 20*, aunque los flujos financieros canalizados desde la *banca comercial* hacia el sector de las empresas y particulares se mantienen relativamente estables en términos absolutos (en millones de pesos de 1980), su participación porcentual en el total de usos de fondos clasificados, disminuye casi dos veces a lo largo del período, bajando de 73% para 1983/84 a 39.6% del total de usos de fondos clasificados para 1985-1987. Esto se explica tanto por el encarecimiento del crédito como por las condiciones desfavorables de la economía y las perspectivas pesimistas existentes (Huerta, 1991, p. 143).

¹⁷ El ritmo de crecimiento del circulante monetario llega a un promedio anual de 69.5% (Méndez, J.S., 1994), la cifra más alta del periodo analizado.

CUADRO 20

**FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO HACIA
EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"**

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1983	149391	46	232264	65
1984	149062	48	318307	80
1985	212208	41	218469	41
1986	319462	35	294653	35
1987	257852	25	408741	43
1988	45647	27	245401	87

1 - flujo total en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A Y 10-B del Apéndice

B. Se nota una tendencia de *orientación de cantidades crecientes de fondos financieros hacia el sector gubernamental.*

B.1. Como muestra el CUADRO 21, los flujos de fondos canalizados hacia el sector gubernamental por los *intermediarios no monetarios gubernamentales* aumentan en términos absolutos casi cinco veces, llegando de 140,896 millones de pesos en 1983 a 674,501 millones en 1987 (pesos de 1980). En términos relativos, como porcentaje del total del uso de fondos clasificados, su participación sube desde 40% en 1982/83 a un poco más de 50% en 1984/85, para llegar a 65% en 1987.

Así como en los años setenta, hasta los mediados de los ochenta, la banca de desarrollo tenía un papel prioritario en el financiamiento al sector público, a las empresas parastatales y a los grandes grupos privados (Fadl Kuri y Puchot Santander, 1995; Werner, 1995), lo que en realidad suponía un mecanismo extrapresupuestario para financiar el gasto de inversión en un entorno de fuerte intervencionismo estatal en la actividad económica, que todavía persiste. Las organizaciones de fomento seguían funcionando con costos altos y baja recuperación de cartera.

Al respecto puede observarse el aumento continuo del flujo de fondos anuales del sector gobierno hacia los intermediarios no monetarios gubernamentales que sube de 325,045 en 1983 a 1,042,155 millones de pesos en 1987 (pesos de 1980).

B.2. Los flujos de fondos que se destinaron por la *banca comercial* para el sector gubernamental durante el período analizado aumentaron de 232,264 millones de pesos en 1983 a 408,741 millones en 1987 (pesos de 1980), o sea casi dos veces en términos absolutos, lo que confirma los cambios estipulados en la segunda hipótesis de esta tesis.

A su vez la participación porcentual de este sector en el total de usos de fondos clasificados crece de 24.5% en 1983/84 a 49% en promedio para el período 1985-1987 (CUADRO 21). Esto refleja a los altos índices de encaje legal que siguen persistiendo en este período, llegando a cerca de 90% (Peñalosa Webb, 1992), debido a la contracción casi completa del crédito externo en 1985, y su lenta renovación después de la reestructuración de 1986.

Además las tasas de interés activas se volvieron muy altas en este período, lo que aumentó el costo financiero de la inversión y disminuyó la demanda de crédito, confirmando la desarticulación entre el sistema financiero y sector productivo, de acuerdo con la quinta hipótesis de este estudio.

B.3. La misma tendencia se puede observar en cuanto las asignaciones anuales de fondos financieros por parte del *Banco de México*. Como muestra el *CUADRO 21*, los flujos destinados para el sector gubernamental presentan valores muy altos a lo largo del período. La cantidad más baja, registrada en 1987, se debe a un aumento porcentual de los recursos canalizados hacia el sector de los intermediarios financieros, provocado por la crisis del mercado de valores.

Así mismo, se mantiene una participación muy alta del financiamiento al gobierno como porcentaje del total de usos de fondos clasificados del Banco de México. A lo largo del período 1983-1988 ésta representó 89%. En términos porcentuales, así como en términos absolutos el gobierno acaparó el gran total del financiamiento de esta institución durante el lapso analizado.

CUADRO 21

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO HACIA EL SECTOR GOBIERNO

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1983	140896	43	56780	16	295001	111
1984	124186	40	52246	13	153483	87
1985	271170	52	258583	49	226275	97
1986	502493	54	444910	53	235238	92
1987	674501	65	392280	41	24474	54
1988	71661	42	63285	22	268297	93

1 - flujo total en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

Mientras que entre 1977 y 1981 el sector público había recibido el 59% del total del financiamiento otorgado por el sistema financiero consolidado, en Diciembre de 1986 éste representaba el 74.2% del saldo total, conforme los cambios en los patrones de financiamiento mencionados en la segunda hipótesis. A su vez, la deuda interna pública contratada para financiar este déficit, como proporción del PIB pasó de 3.9% en 1983 a 13.7% en 1987. El pago por servicio de deuda interna le representaba al gobierno aproximadamente 250 millones de pesos anuales (Basave Kunhardt, 1994A, p. 1105).

El endeudamiento externo había sido la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit en los años setenta. El proceso de transferencia del excedente al exterior debilitó la capacidad de pago del país; esto condujo que desde los fines de 1985 por presión de la Banca Transnacional se iniciara una etapa en la que se interrumpieron los flujos internacionales de crédito (Katz, 1990). Finalmente éstos se restablecieron

gracias a una nueva renegociación de la deuda en 1986, incluyendo un crédito que permitió que siguiera operando la economía nacional a pesar del severo impacto que provocó la caída de los precios del petróleo.

La participación de la deuda externa en el financiamiento del sector público se redujo de 33.6% en 1982 a 2.6% en 1985; esta participación se elevó a 7.7% en 1986 como resultado de los créditos contingentes otorgados por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial en ese año.

C. La participación del financiamiento externo sigue siendo alta a lo largo del período (CUADRO 22), destacando ante todo su porcentaje alto en los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales que funcionan como agente del gobierno federal en la contratación de créditos con la banca privada extranjera. Sus flujos anuales de captación de fondos financieros desde el exterior aumentan 3.5 veces, llegando de 287,387 millones de pesos en 1983 a 1,010,469 millones en 1987 (pesos de 1980).

En lo que se refiere al Banco de México, este aumento es aún mayor, de 9.8 veces, pasando el flujo anual de 19,677 millones de pesos en el primer año del período a 191,719 millones en 1987 (pesos de 1980).

Destacan también los flujos negativos desde el exterior hacia todos los intermediarios financieros nacionales después de la crisis financiera de 1987.

CUADRO 22

CAPTACIÓN DE FONDOS FINANCIEROS DEL SECTOR "RESTO DEL MUNDO"

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1983	287387	74	170378	27	19677	6
1984	199996	62	70464	13	45239	15
1985	496111	82	152663	31	65185	43
1986	936543	87	268483	30	152131	50
1987	1010469	83	189023	21	191713	55
1988	-14086	-10	45025	-45	-3714	-17

1 - flujo total anual en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

El cambio de signo en los flujos financieros con el exterior trajo consigo como contrapartida la elevación de la deuda pública interna (Maxfield, 1991), con la cual se cubría el déficit del sector público; esto llevó a absorber recursos del sistema financiero de manera creciente, explicando la colocación que encuentra el incrementado ahorro financiero privado, conforme las tendencias presentadas en la segunda y cuarta hipótesis.

D. En cuanto a los flujos de *captación de recursos por los intermediarios no monetarios gubernamentales*, la tendencia más importante a destacar durante este

período es que el gran total de sus fondos (77.6%) provienen de financiamiento externo. Este flujo asciende a 12.1% del Producto Interno Bruto de este año, lo que resalta su magnitud.

El sector "Empresas y particulares" y el sector "Intermediarios financieros" contribuyen a lo largo del período con un porcentaje semejante a la captación de fondos por la banca de desarrollo (12.7% y 11.7%, respectivamente).

Estos datos reflejan una vez más la gran dependencia de la economía nacional del financiamiento externo. La disminución de la captación de fondos de los intermediarios no monetarios gubernamentales desde el sector privado (CUADRO 23), junto con el aumento de la cartera vencida de estas instituciones es la razón principal para que en el período siguiente éstas empiecen a funcionar como banca de segundo piso (Fadl Kuri y Puchot Santander, 1995), manejando sus operaciones de crédito a través de algún banco comercial (o otro intermediario financiero), que funciona en este caso como intermediario de primer piso.

El conjunto recesión - inflación que caracteriza a la actividad económica de los años 1983-1987, aunado a la restricción externa, es un factor que delimitó de modo general las condiciones que prevalecieron en el sistema financiero. Las esferas de inversiones financieras y de las exportaciones se convirtieron en sectores de más alta rentabilidad como resultado de la crisis (Correa, 1994) y de la nueva estrategia de la política económica del gobierno del presidente De la Madrid, junto a la mencionada necesidad de crecientes recursos financieros por parte del sector público, se tradujo en cambios cualitativos y cuantitativos en las modalidades de financiamiento, según la segunda hipótesis de esta tesis.

CUADRO 23

CAPITACIÓN DE FONDOS FINANCIEROS DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1983	53,613	14	392,644	62
1984	59,570	18	441,081	79
1985	29,006	5	287,455	58
1986	42,435	4	472,844	57
1987	58,610	5	639,568	70
1988	41,983	30	-193,282	194

1- total flujo anual en millones de pesos de 1980

2- porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

En general, durante la segunda parte del período (desde 1986) la política económica pretendió elevar el ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva

(Borja Martínez, 1991), sino que se colocó en inversiones de cartera que redituaban altos beneficios a corto plazo. La contracción de consumo, del gasto público y de la inversión en una proporción mayor de lo que cayó el producto nacional, evidencian que se realizó un gran esfuerzo de ahorro interno, pero que este se canalizó a cubrir las transferencias al exterior por concepto del servicio de la deuda externa (Huerta, 1994). Todo esto muestra, de acuerdo con la quinta hipótesis, la persistente desarticulación entre sistema financiero y sector productivo en la economía mexicana.

E. El comportamiento de los *intermediarios financieros no monetarios privados* se puede analizar mediante flujos de fondos intrasectoriales. Desde el año 1982 empiezan a publicarse sistemáticamente en las estadísticas oficiales datos sobre los intermediarios no bancarios como parte del sistema financiero consolidado.

En sus flujos intrasectoriales con la banca comercial y el Banco de México los intermediarios financieros no bancarios privados pueden caracterizarse como suministradores netos de fondos financieros. Su aportación en el total de las obligaciones clasificadas asciende a 7.5% para la banca comercial y a 14.7% para el Banco de México, como promedia para el período 1982-1988. La afluencia de fondos de los intermediarios no bancarios privados hacia la banca comercial aumenta ante todo a partir de 1985, cuando suben las tasas de interés (CUADRO 24).

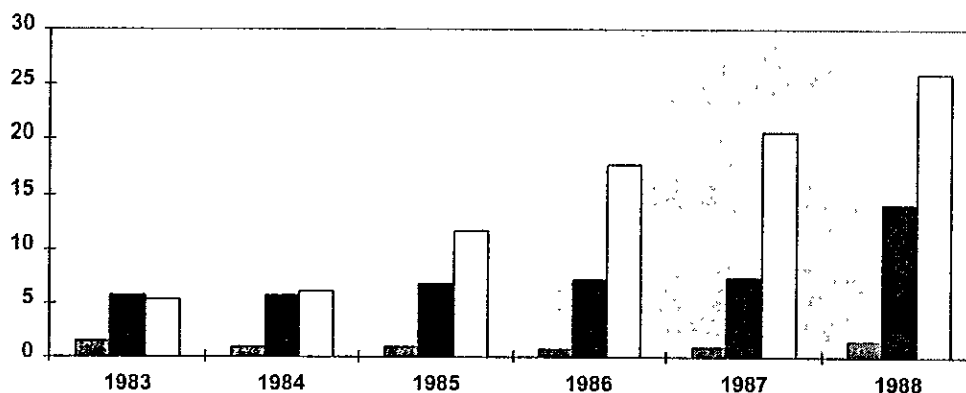
CUADRO 24

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LAS OBLIGACIONES CLASIFICADAS

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1983	71	1.5	342	5.7	166	5.4
1984	57	0.9	542	5.7	296	6.1
1985	116	0.9	980	6.9	735	11.6
1986	246	0.8	2000	7.1	2023	17.7
1987	678	0.9	4752	7.3	5275	20.7
1988	1316	1.5	7971	14.0	7276	26.0

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B, y 3-B del Apéndice

**LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN LOS
FLUJOS INTRASISTEMA**



Gráfica 7

En cambio, como puede apreciarse en la *CUADRO 25*, su participación porcentual promedio para el período en el total de los recursos clasificados asciende solamente a 1% para la banca comercial y a 4.9% para el Banco de México. En el caso de la banca de desarrollo, la tendencia es inversa pero sin mostrar una diferencia muy grande entre la captación y la utilización de fondos, siendo la primera de 1.1% y la segunda de 3% (*CUADROS 24 y 25*).

CUADRO 25

**PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS INTERMEDIARIOS
NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LOS
RECURSOS CLASIFICADOS**

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1983	100	2.5	33	1.0	153	4.5
1984	135	2.3	64	1.1	219	4.8
1985	317	2.9	106	1.0	310	4.5
1986	747	2.8	286	1.1	480	4.3
1987	2632	3.9	756	1.2	937	7.3
1988	3307	4.0	716	0.8	1784	4.9

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A, y 3-A del Apéndice

En este período la composición de la cartera de valores de las afianzadoras fue la siguiente: 58.7% correspondió a valores de largo plazo; 37.1% a valores del Gobierno Federal y 4.2% a acciones diversas. De los recursos de las instituciones de seguros se invertían 35.2% en inversiones en valores y depósitos con rendimiento, 28.2% en préstamos, créditos y deudores, 7.6% en inversiones inmobiliarias y 29% en otros

recursos, como promedio para el período. La tenencia de valores por los almacenes de depósito¹⁸ fue la siguiente: 75.5% en valores gubernamentales, 22.4% en acciones y 1.9% en valores de largo plazo (Banco de México, 1983/84/85/86/87).

Mientras que desde 1976 a 1981 el déficit público se había financiado con recursos provenientes del Banco de México en cerca de 45% del total requerido, en 1983 dicho financiamiento ascendió al 60% del total (Katz, 1990). Pero a partir de entonces la importancia del financiamiento otorgado por el Banco de México se reduce a 40.5% en 1985 y a 27.3% en 1987. En su lugar se incrementa la participación del crédito bancario comercial en el financiamiento del déficit público, ya que pasa a representar el 0.8% en 1982 al 41.3% en 1986. En 1986 y 1987 durante el auge en el mercado de valores se observan las más altas razones de profundización financiera (78% y 74%). Sin embargo, los problemas en el ámbito financiero de 1987 provocan la baja de este índice, que llega a 51% en 1988 (Mansell Carstens, 1992), mientras que el financiamiento recibido vía títulos bancarios pasa de 7.4% a 11.3% en ese lapso.

Por otra parte, al reducirse la emisión primaria de dinero como forma de financiar el déficit público, incrementaron su relevancia otros instrumentos financieros del gobierno, en especial los CETES cuya importancia en la colocación de deuda interna del Gobierno Federal a través de valores pasó de 0.8% en 1978 a 10% en 1982, y de 18% en 1983 a 86% en 1986 (Borja Martínez, 1991), confirmando estos hechos la segunda y la cuarta hipótesis de esta tesis.

La participación del pago total de intereses en el gasto total del sector público consolidado pasó de 8% en 1981 a 11% en 1982 y al 30% en 1987 (Leriche y Ejea, 1992)

Esta dinámica conformó el crecimiento del costo financiero de los recursos internos, donde el costo porcentual promedio en moneda nacional (CPP) siguió a la inflación durante el período pasando de 45.5% en Noviembre de 1982 a 95.33% en Diciembre de 1986; y el nivel promedio de la tasa de interés sobre operaciones interbancarias en moneda nacional se incrementó de 45.89% en 1982 a 110.35% en Diciembre de 1986.¹⁹ Se nota cierta innovación en el sector bancario como la introducción de cuentas maestras.

Esto contribuye a un cierto aumento de la captación bancaria desde el sector de las empresas y particulares a partir de 1986 cuando el flujo registrado de 1.5 veces mayor que del año anterior y en 1987 que representa 65% en promedio a lo largo de 1983-1987 (Moreno y Flores, 1995).

Además de esos efectos sobre las finanzas públicas, esta elevación del costo financiero de los recursos internos tuvo otros efectos para las relaciones de financiamiento, como la de impulsar al sector privado a buscar otras fuentes financieras. Se desarrolló el mercado "paralelo", que consistía en flujos de fondos entre las empresas

¹⁸ En cuanto los almacenes de depósito en este período se muestra una tendencia muy importante: si en 1980 los almacenes del Estado controlaban 78.6% del total de los recursos del sector, para 1987 los almacenes estatales pierden su importancia y 75.7% del total de los recursos son de propiedad del sector privado. En 1988 existe sólo un almacén estatal y 18 almacenes privados. (Banco de México, 1990).

¹⁹ SHCP, El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988, noviembre de 1988

o particulares fuera de los marcos de la intermediación financiera institucional, realizados entre los que disponían de liquidez de corto plazo y aquellos que demandaban financiamiento y no encontraban satisfacción en la oferta de fondos bancarios o del mercado de dinero en la bolsa (Guzmán, 1988). Este hecho está provocado también por la falta de articulación entre sector financiero y sector real, postulada en la quinta hipótesis de la tesis.

La captación de recursos financieros por medio del mercado de valores y los intermediarios financieros no bancarios no solventó los requerimientos de un cambio estructural que ampliara la producción, el empleo y los niveles de bienestar; pero si permitió sostener la reproducción económica bajo formas financieras especulativas (Ejca et al, 1991) y la centralización de capitales, mientras se procesaban a nivel macroeconómico y de las empresas algunos de los ajustes fundamentales para el cambio estructural. Se configuró un circuito financiero perverso (Heyman, 1989), asociado al financiamiento de la deuda externa e interna. Se necesitaban reformas para hacer compatible el pago de la deuda externa e interna con atención a las necesidades del crecimiento económico.

Sin embargo, de acuerdo con la cuarta hipótesis de esta tesis, resalta que la innovación financiera y el aumento de la actividad de los intermediarios financieros no bancarios durante el período 1982-1988 suavizaron los efectos de la crisis y la etapa de recesión económica, conarrestando los efectos de la disminución de la afluencia de fondos externos y del elevado costo del crédito bancario y consolidando las bases para la reestructuración de la economía mexicana.

V. PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

Complementando los análisis de flujo de fondos, un examen de los acervos financieros revela importantes cambios en los patrones de financiamiento de México durante el período 1982-1988.

A. El CUADRO 26 presenta el comportamiento de la razón de profundización financiera durante el período analizado.

CUADRO 26

TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO COMO PORCENTAJE DEL PIB

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	PRODUCTO INTERNO BRUTO (2)	PROFUNDIZACIÓN (1)/(2)
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	7372	9798	75
1983	11025	17879	61
1984	16455	29472	56
1985	28773	47392	61
1986	62399	79536	78
1987	144041	193701	74
1988	203474	392715	52

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

La razón de la profundización financiera muestra una tendencia a la baja entre 1982 y 1984, la que se puede explicar con los problemas que tiene la economía en estos años debido a la devaluación, la fuga de capitales y la nacionalización de los bancos. En 1982 y 1983 el crecimiento del PIB muestra también una tendencia negativa, disminuyendo éste en -0.6 y -5.2%, respectivamente. En 1984 la economía recupera el crecimiento (3.6%) lo que se refleja en el año siguiente en la razón de la profundización financiera.

En 1986 y 1987 durante el auge en el mercado de valores se observan las más altas razones de profundización financiera (78% y 74%). Sin embargo, los problemas en el ámbito financiero de 1987 provocan la baja de este índice, que llega a 51% en 1988 (Mejía Montoya, Grados Aguilar y Meuner Gonzalez, 1991). Estos datos muestran, de acuerdo con la primera hipótesis de este estudio, que la razón de profundización financiera es un indicador muy representativo del crecimiento económico y del funcionamiento del sistema financiero.

B. Los CUADROS 26 y 27 presentan los datos que revelan el lugar de los intermediarios no bancarios privados dentro del sistema financiero mexicano. La participación de estas instituciones en el total de recursos del sistema financiero, casi no varía a lo largo del período manteniéndose en 2.6% en promedio (CUADRO 27)

CUADRO 27

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL DE ACTIVOS DE LOS IFNB PRIVADOS (2)	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL (2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	%
1982	7372	196	2.7
1983	11025	286	2.6
1984	16455	418	2.5
1985	28773	733	2.6
1986	62399	1513	2.4
1987	144041	4325	3.0
1988	203474	5807	2.9

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

Sin embargo, los datos de la participación de los intermediarios no bancarios privados en el total de obligaciones del sistema financiero muestran una tendencia diferente a la anterior (CUADRO 28). La participación porcentual de estas instituciones en el total de obligaciones clasificadas del sistema financiero muestra un crecimiento sostenido a lo largo del período llegando de 3.2% en 1982 a 9.5% en 1988.

Este crecimiento de casi 3 veces confirma las conclusiones del análisis de flujo de fondos intrasectoriales (del apartado anterior) en cuanto al papel de los intermediarios no bancarios privados como proveedores netos de fondos al sistema financiero durante el período. Mediante su captación estas instituciones contribuyen al aumento de recursos financieros en la economía disponibles para inversión productiva o para financiamiento del gobierno, quedando confirmada por medio del análisis de acervos la tercera hipótesis de esta tesis.

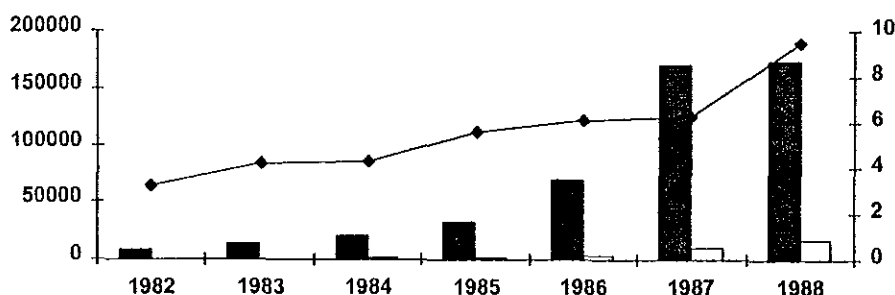
CUADRO 28

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
PRIVADOS EN EL TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS	TOTAL DE OBLIGACIONES DE LOS IFNB PRIVADOS	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
	(1)	(2)	(2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	8459	267	3.2
1983	13741	579	4.2
1984	20960	898	4.3
1985	33013	1832	5.6
1986	69787	4269	6.1
1987	169617	10705	6.3
1988	174446	16563	9.5

Fuente: CUADROS 2-B y 4-B del Apéndice

**AUMENTO DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS NO
BANCARIOS PRIVADOS (1982-1988)**



Gráfica 8

C. Respecto a la participación porcentual de los intermediarios no monetarios gubernamentales en el total de fondos del sistema financiero se pueden detectar las siguientes tendencias durante este período:

CUADRO 29

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS
NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL
DE RECURSOS CLASIFICADOS**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS	TOTAL DE ACTIVOS DE LOS IFNB GUBERNAMENT.	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
	(1)	(2)	(2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	7372	2752	37.3
1983	11025	4007	36.3
1984	16455	5921	35.9
1985	28773	10908	37.9
1986	62399	26342	42.2
1987	144041	68071	47.3
1988	203474	81690	40.2

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

Como muestra el *CUADRO 29* la canalización de fondos del sistema financiero consolidado hacia estos intermediarios es muy alta como participación porcentual del total de recursos clasificados, representando cerca de 40% en promedio a lo largo del período analizado.

Sin embargo, en el *CUADRO 30* se puede apreciar que la contribución de fondos financieros por estos intermediarios no bancarios mantiene casi el mismo nivel durante 1982-1988, lo que indica que este subsector financiero utiliza casi por completo los recursos que está captando.

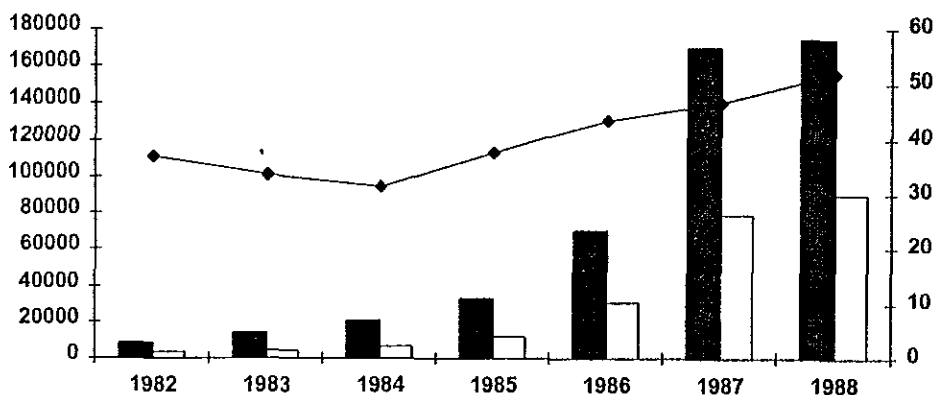
CUADRO 30

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS	TOTAL OBLIGACIONES DE LOS IFNB GUBERNAM.	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
	(1)	(2)	(2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	8459	3129	37.0
1983	13741	4624	33.7
1984	20960	6618	31.6
1985	33013	12433	37.7
1986	69787	30362	43.5
1987	169617	79266	46.7
1988	174446	90361	51.8

Fuente: CUADROS 2-B y 4-B del Apéndice

**AUMENTO DEL PAPEL DE LOS IFNB GUBERNAMENTALES
(1982-1988)**



Gráfica 9

El porcentaje de aportación de fondos al sistema financiero por parte de los intermediarios no monetarios gubernamentales crece a lo largo del período 1984-1988 (después de presentar cierta baja por la devaluación de 1982), para llegar de 31.6% del total de recursos clasificados en 1984 a 51.8% en 1988, apoyando lo postulado en la cuarta hipótesis de esta tesis.

Para el último año del período 1988, después de la crisis financiera de 1987 el porcentaje de participación de los intermediarios no monetarios gubernamentales en la canalización de recursos al sistema financiero es más alto que el porcentaje del uso de recursos (51.8% y 40.2%, respectivamente), lo que indica la mayor resistencia de este tipo de instituciones a los problemas en el ámbito financiero (*CUADROS 29 y 30*).

D. Las siguientes *CUADROS 31 y 32* muestran la participación de la banca comercial en el total de activos y obligaciones del sistema financiero.

CUADRO 31

**PARTICIPACIÓN DE LOS ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL EN EL
TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL DE ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL (2)	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL (2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	7372	2157	29.6
1983	11025	3534	32.1
1984	16455	5969	36.3
1985	28773	11044	38.4
1986	62399	24960	40.0
1987	144041	63058	43.8
1988	203474	85725	42.1

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A y 4-A del Apéndice

El CUADRO 31 resume la participación de la banca comercial en el total de recursos del sistema financiero que crece a lo largo del período para llegar de 29.6% en 1982 a 43.8% en 1987, mostrando ritmos de crecimiento más altos que en el caso de los intermediarios no monetarios gubernamentales y privados. Sin embargo, las tendencias se revierten en el caso de las obligaciones.

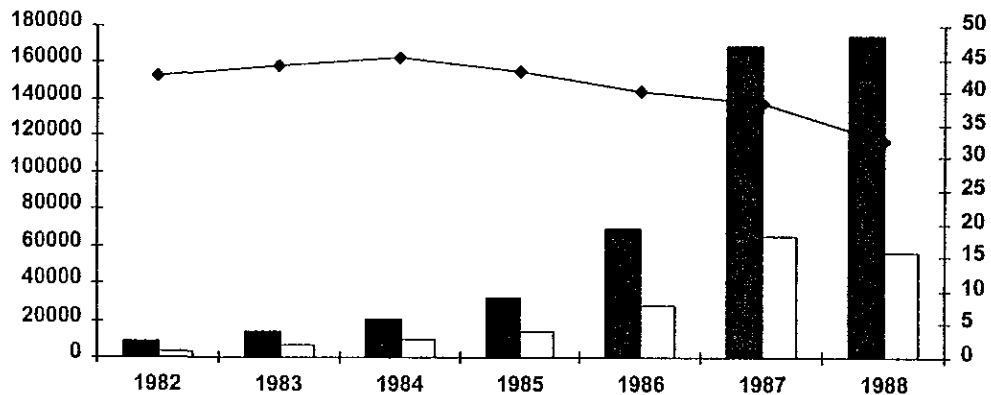
CUADRO 32

**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL
DE LAS OBLIGACIONES CLASIFICADAS**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS	OBLIGACIONES DE LA BANCA COMERCIAL	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
	(1)	(2)	(2)/(1) * 100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1982	8459	3599	42.5
1983	13741	6026	43.9
1984	20960	9453	45.1
1985	33013	14220	43.1
1986	69787	28015	40.1
1987	169617	64861	38.2
1988	174446	56888	32.6

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del Apéndice

**PARTICIPACION DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE
OBLIGACIONES (1982-1988)**

*Gráfica 10*

Sin embargo, como se puede ver en el CUADRO 32, en cuanto a su participación en la aportación de fondos al sistema financiero, los bancos comerciales presentan una tendencia descendiente desde el año de 1984 (un descenso de 12.5%), lo que refleja la desviación del ahorro financiero hacia el mercado de valores y los intermediarios

financieros no monetarios gubernamentales y privados, creciendo el porcentaje de los primeros en 10.2%, y de los últimos casi tres veces a lo largo del período 1982-1988. Estos datos confirman una vez más la tercera hipótesis del presente estudio. Aquí se refleja el diferencial importante que ha existido entre los instrumentos bancarios de captación y el resto de los instrumentos financieros, por lo que la banca perdió significativamente la participación en la captación de ahorro a través de los instrumentos tradicionales (Peñalosa Webb, 1992). En el CUADRO 33 se presenta la disminución porcentual de los activos no monetarios del sistema bancario.

CUADRO 33

ACTIVOS NO MONETARIOS EN PODER DEL PUBLICO EN EL SISTEMA BANCARIO

	ACTIVOS BANCARIOS	PORCENTAJE DEL TOTAL DE ACTIVOS
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
1983	3941.7	84.0
1984	6622.6	81.7
1985	9391.0	76.2
1986	17968.0	66.7
1987	46352.0	64.4
1988	23890.0	28.9

Fuente: CUADRO 5 del Apéndice

Por otra parte, el esquema fiscal para las personas físicas discriminaba en contra de los instrumentos bancarios, ya que los primeros 12 puntos de la tasa de interés se gravaban a una tasa de 21% (Katz, 1990). Además debido a las restricciones crediticias impuestas por el Banco de México, las empresas privadas utilizaron fuentes alternativas de financiamiento (De Olloqui, 1990), principalmente a través del papel comercial tanto bursátil, como no bursátil, repercutiendo esto, de acuerdo con la tercera hipótesis de este estudio, en una pérdida de participación bancaria en el proceso de intermediación financiera.

V. SÍNTESIS

Lo más importante durante el período 1982-1988, el período de liberalización financiera son las siguientes tendencias:

1. En cuanto al cambio de patrones de financiamiento, de acuerdo con la primera hipótesis, los análisis de la sección anterior muestran claramente que a lo largo del período se da una obvia reagrupación de los circuitos financieros con una modificación claramente determinada en cuanto a la canalización de recursos hacia los sectores gubernamental y privado.

2. Se da un desplazamiento de la captación del ahorro privado de las instituciones bancarias hacia los intermediarios financieros no bancarios, confirmando la tercera hipótesis de este estudio.

3. Los intermediarios no monetarios gubernamentales tienen un papel importante en la canalización de fondos financieros, sin embargo su participación en la captación de fondos del sector privado disminuye fuertemente (en gran parte debido a la cartera vencida), lo que determina la necesidad de modificarlos para funcionar como intermediarios de segundo piso.

4. Destaca el aumento en la captación de ahorro interno por parte de los intermediarios no bancarios particulares y su contribución en la compra de valores gubernamentales, resaltando las tendencias especificadas en la tercera hipótesis.

5. La captación de fondos desde el sector privado muestra una tendencia ascendente durante el período llegando de 8.5% en 1981 a 14.2% del PIB en 1987. Sin embargo, aunque en este lapso ha habido más captación de recursos que en el período 1976-1981, podemos decir que esto no se reflejó sobre la inversión, mientras que en el período anterior hubo inversión sin una captación adecuada. Estos hechos muestran, confirmando la quinta hipótesis de esta tesis, una desarticulación persistente entre el sector financiero y el sector productivo en la economía nacional.

6. Al principio del período el sector público y el sector privado tenían participaciones iguales del PIB en la canalización de fondos financieros (6.2 y 6.1% del PIB, respectivamente). Esta tendencia se modifica a lo largo de 1983-1986, cuando el sector público recibe dos veces más fondos que el sector privado (8.4 y 4.3% del PIB, en promedio), según las tendencias de la segunda hipótesis del presente estudio.

7. El aumento del papel de los intermediarios financieros no bancarios durante este período si bien no llevó a un crecimiento económico, ayudó a amortiguar los efectos de la crisis de 1982, mediante el creciente financiamiento del déficit público, permitiendo reducir la dependencia de la economía de los créditos externos, confirmando la cuarta hipótesis de esta tesis.

8. Sin embargo, el desarrollo de las ganancias extraordinarias en la bolsa de valores, desvió capitales de la esfera productiva, por el más bajo margen de ganancia que se obtenía en las empresas industriales. Conforme la quinta hipótesis de esta tesis, a pesar de la disminución del gasto, de la inversión pública, y la resultante menor participación del Estado en la economía, éste no logró generar confianza en el sector privado para motivarlo a incrementar su inversión y asumir el liderazgo de la economía, ya que el contexto prevaleciente privilegiaba la inversión financiera - especulativa lo cual retroalimentaba la inestabilidad de la economía.

9. Las hipótesis de investigación planteadas en relación al contenido del presente capítulo quedan plenamente comprobadas, en cuanto el cambio de los patrones de financiamiento en la economía mexicana, creciente papel de los intermediarios financieros no bancarios y su incidencia para disminuir los efectos negativos de la crisis, así como la falta de interrelación entre la captación del sistema financiero y su canalización eficaz hacia la inversión productiva de la economía nacional.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL QUINTO CAPITULO

- Acciones y Valores de México. En: Análisis Financiero y Bursátil, junio de 1989
- Aguilar Quintero, J. Gpe. (1992) "La racionalidad de la apertura a la competencia externa y del Acuerdo de Libre Comercio" En: Temas Económicos, # 11/12, Enero de 1992
- Aspe, P. (1992) "Entorno y desafíos del sistema bancario" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, 1992, pp. 955-960
- Aspe Armella, P. (1993) El Camino Mexicano de la Transformación Económica, F.C.E., México, 1993
- Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- Basave Kunhardt, Jorge (1994A) "Recursos empresariales y circuitos financieros" En: Comercio Exterior, Vol. 44, diciembre de 1994, pp. 1102-1107
- Basave Kunhardt, Jorge (1994B) "Grupos empresariales en México, estructura y estrategias de inversión 1974-1994" Tesis Doctoral, División de Estudios de Posgrado, Fac. de Economía, UNAM, México, 1994 (en publicación)
- Borja Martínez, F. (1991) El Nuevo Sistema Financiero Mexicano. F.C.E., México, 1991
- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Boletín Estadístico, Varios Volúmenes
- Cortina Ortega, Gonzalo (1992) Prontuario bursátil y financiero, Trillas, México, 1992
- Dávila Aldás, Francisco (1995) Del Milagro a la Crisis, Fontamar, México, 1995
- De Olloqui, José Juan (1990) "Aspectos financieros de la relación de México con la Cuenca del Pacífico" En: Comercio Exterior, Vol. 40, #4, abril de 1990
- Diario Oficial de la Federación, varios números
- Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1992) "From Banca to Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper, Inaugula Conference on Financial Management. Suffolk University, November 1992
- Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1994) "Financiamiento Corporativo e Integración Financiera: Papel de las Asimetrías en la Información en el Financiamiento Accionario" En: Integración Financiera y TLC (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI
- Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) Mercado de Valores, Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- Gereffi, Gary (1993) "Como contribuyen las industrias maquiladoras al desarrollo nacional de México y a la integración de América del Norte?" En: Liberación económica y libre comercio en América del Norte (Gustavo Vega Canovas, Coord.), El Colegio de México, México, 1993, pp. 239-273
- González-Arechiga, Bernardo y Rocio Barajas Escamilla (1989) Las maquiladoras: ajuste estructural y desarrollo regional, El Colegio de la Frontera Norte / Fundación Friedrich Ebert, Tijuana, México, 1989
- Gutiérrez Pérez, Antonio (1991) "La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional" En: Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990, Ejea G., C. Garrido, C. Leriche y E. Quintana, UAM, Azcapotzalco, México, 1991
- Guzmán M., Roberto (1988) Bolsa de valores: Estrategias y Perspectivas. M.A. Porrúa, México, 1988
- Gruben W.C., J.H. Welch y J.W. Gunther, (1994) "U.S Banks Competition and the Mexican Banking System: How Much Will NAFTA Matter?" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, Sept. 1994
- Ilaneine, Ernesto (1987) Sustitución de exportaciones, Diana, México, 1987
- Heyman, T. (1989) Invertir en México, Ed. Milenio, México, 1989
- Huerta G., Arturo (1991) Economía mexicana: más allá del milagro, Diana, México, 1991
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Sistema de Cuentas Nacionales, México, varios volúmenes

- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Boletín Mensual de Información Económica, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Cuadernos de Información Oportuna, México, varios volúmenes
- Katz, Isaac (1990) *El Sistema Financiero Mexicano*, CIDAC, Ed. Diana, México, 1992
- **La nueva banca y las agrupaciones financieras en México**, SHCP, México, varios volúmenes
- Leriche C. y G. Ejea (1992) "La captación y financiamiento de banca y bolsa en México 1982-1990" Ponencia en Taller de Investigación "Reestructuraciones financieras: tendencias internacionales y el caso de México", junio, 1992
- Ley de agrupaciones financieras
- Ley sobre Instituciones de Seguros
- López Portillo, José (1982) "Sexto Informe Presidencial" En: Comercio Exterior, Vol. 32, #9, 1982
- Mansell Carstens, Catherine (1992) *Las nuevas finanzas en México*, Milenio, México, 1992
- Mansell Carstens, Catherine (1994) "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto" En: **Reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- Maxfield, Sylvia (1991) *Governing Capital, International Finance and Mexican Politics*, Cornwell University Press, Cambridge, 1991
- Maxfield, Sylvia (1992) "The International Political Economy of Bank Nationalization: Mexico in Comparative Perspective" En: Latin American Research Review, 27 (1), 1992, pp. 75-103
- Mejía Montoya J., Grados Aguilar M. y N. Meuner González (1991) "La eficiencia del mercado accionario en México" En: Cuadernos de Investigación, Universidad de las Américas, Puebla, 1991-4
- Méndez M., J. Silvestre (1994) *Problemas Económicos de México*, McGraw-Hill, México, 1994
- Moreno M.A. y R. Flores Caballero (1995) *Evolución de la deuda pública externa de México 1950-1993*, Ed. Castillo, México, 1995
- Morera Camacho, Carlos (1995) "La reorganización del capital de México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 29-34
- Nacional Financiera, *Economía Mexicana en cifras*, México, varios volúmenes
- Ortiz E., M.V. Cifuentes, R. Ordoñez y A. Cabello (1985) "Commercial Banking during Boom and Crisis in Mexico", Annual Meeting of North American Economics and Finance Assotiation/Allied Social Science Assotiations, New York, Dec. 28-30, 1985
- Ortiz Edgar and Noel Nava (1994) "Efficiency and Privatization of Comercial Banking in Mexico", Proceedings, Fourth International Conference. International Trade and Finance Association, 1994
- Ortiz Martínez, G. (1994) *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, F.C.E., México, 1994
- Palencia Gómez, José Ramón (1991) "Evolución del sistema financiero mexicano hacia la banca universal" En: Monetaria, enero-marzo de 1991
- Peñalosa Webb, Tomás (1992) "Aspectos centrales de la banca mexicana, 1982-1990" En: Comercio Exterior, Vol. 42, #2, febrero de 1992
- Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. En: Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 1989
- Rodríguez Esquivel, A. (1993) "Las zonas industriales orientadas a la exportación y la ventaja competitiva de los costos" En: Estudios Sociales, Vol. IV, #7, Junio de 1993, pp. 147-168
- Rodríguez, Federico y Javier Salas (1990) "Estructura y funcionamiento del mercado de crédito interbancario en México" En: El Trimestre Económico, FCE, México
- Rubio, L. y A. de Remes (1992) *Como va afectar a México el Tratado de Libre Comercio?*, Fondo de Cultura Económica, México, 1992
- Ruiz Durán, Clemente (1994) *90 días de política monetaria y crediticia independiente*, Puebla, Universidad Autónoma de Puebla, 1984
- SHCP, *El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988*, noviembre de 1988
- SHCP, *Ley Reglamentaria del Servicio de Banca y Crédito Público*
- SHCP, "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988" En: Mercado de Valores, #3, Nacional Financiera, México, 1984

- Suarez Dávila, Francisco (1990) "El financiamiento de la modernización" En: Somos Somex, #49, enero de 1990
- Vega Cánovas, Gustavo (Coord.) (1993) **Liberación económica y libre comercio en América del Norte**, El Colegio de México, México, 1993
- Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1992) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1992
- Walter, Ingo (1992) **A Framework for the Optimum Structure of Financial Systems**, New York University Salomon Center Working Paper Series, S-92-47
- Werner, Martín (1994) "La banca de desarrollo, 1988-1994: balance y perspectivas" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1054-1067

SEXTO CAPITULO
LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y EL PAPEL
DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS
DURANTE EL PERIODO DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA
(1989-1993)

I. INTRODUCCIÓN

Este capítulo analiza las nuevas tendencias en el desenvolvimiento del sistema financiero mexicano, el cambio de los patrones de financiamiento en la etapa de liberalización financiera, reprivatización bancaria y creación de la banca múltiple, con énfasis especial sobre el papel de los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales y privados.

Para lograr su objetivo el capítulo está dividido en cinco partes después de esta introducción. La segunda parte presenta la coyuntura económica del período estudiado y la tercera sintetiza las principales reformas de liberalización en el ámbito financiero y su incidencia sobre los intermediarios financieros.

La cuarta parte propone un análisis de flujo de fondos para el período 1989-1993, mediante el cual se detectan los cambios en el financiamiento destinado a los diferentes sectores económicos por parte de los intermediarios financieros no bancarios gubernamentales y privados, así como por la banca comercial cuya actividad nos sirve como punto de comparación. Se presenta el cambio del papel de los intermediarios no monetarios gubernamentales durante este lapso y la consolidación de los nuevos patrones de financiamiento que se empezaron a formar en los últimos años del período anterior (1983-1988).

El análisis de flujo de fondos financieros de esta cuarta parte se complementa con el análisis de los acervos financieros en la quinta parte que presenta los coeficientes de profundización financiera, los cuales muestran un fuerte descenso a principios del período, y después un crecimiento lento pero sostenido. Además se investiga la participación porcentual de los activos de los intermediarios no bancarios gubernamentales y privados dentro del total de activos del sistema financiero consolidado.

Al final se sintetizan las tendencias detectadas durante el período 1988-1993 en cuanto a los patrones de financiamiento, distribución de los recursos financieros por sectores económicos y el papel de los intermediarios financieros no bancarios en la captación y canalización de fondos financieros.

Este capítulo es el último del estudio empírico, presentándose en el séptimo capítulo algunos análisis globales y ciertas tendencias para los intermediarios no bancarios mexicanos a la luz del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

II. COYUNTURA ECONÓMICA¹

A lo largo de la administración del presidente Salinas de Gortari el pacto entre los sectores gubernamental, laboral y empresarial pasó por diez etapas.² En las primeras se combinaron el ajuste fiscal, la realineación de precios relativos y la protección del poder adquisitivo de salarios con una política monetaria y cambiaria que tenía como objetivo la contención del nivel relativo de los precios.

En las últimas etapas el esfuerzo de ajuste macroeconómico fue acompañado por un amplio conjunto de reformas estructurales que incluyen una reforma fiscal, la renegociación de la deuda externa, la reforma al sistema financiero y la apertura comercial, todo ello como parte de un sólo programa integral.

El crecimiento anual del Índice Nacional de precios al consumidor pasó de 51.7 a 7.7% de 1988 a 1993.³ Los precios relativos disminuyeron su volatilidad.

De 1989 a 1993 el salario promedio de cotización al IMSS registró un incremento acumulado de 19% real. Sin embargo, el poder adquisitivo del salario mínimo continuó rezagándose en cerca de 30% (aunque no tanto como en los años de alta inflación).

En este período la inversión creció 10.4% anual en promedio (13.4% su componente privado). La productividad en el sector manufacturero registró aumentos superiores a 5% en el quinquenio 1989-1993. Las exportaciones no petroleras se incrementaron ocho veces más que la tasa de expansión de los principales socios comerciales del país.⁴ Las exportaciones no petroleras como proporción del PIB se triplicaron de 1989 a 1992 y las de manufacturas crecieron 15% en promedio anual.⁵ En 1993 éstos representaron 62% del total, mientras que las petroleras contribuían 26.1%.

De 1989 a 1992 el PIB aumentó más que la población. Sin embargo, en 1993 el crecimiento comenzó a ser menor al deseable (0.6%). Aunque la producción por rama tuvo un comportamiento heterogéneo, en el corto plazo la modernización de la planta productiva se reflejó en un menor dinamismo del producto y el empleo globales, lo que condujo al estancamiento del consumo de las familias. Por otro lado, se desaceleró el crecimiento de los países industrializados, por lo que la demanda de las exportaciones mexicanas (y de los demás países en desarrollo) fue más débil de la esperada. Además la competencia entre los países en desarrollo por ingresar a los mercados de los países

¹ Todos los datos de este capítulo cuyos fuentes no están explicitados provienen de Banco de México: Informes Anuales e Indicadores Básicos

² En estas diez fases cuentan las cinco del Pacto de Solidaridad Económica (diciembre de 1987 a febrero de 1988, abril de 1988 a mayo de 1988, junio de 1988 a agosto de 1988, septiembre de 1988 a diciembre de 1988), y los cinco del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico (enero de 1989 a julio de 1989, agosto de 1989 a marzo de 1990, abril de 1990 a diciembre de 1990, diciembre de 1990 a diciembre de 1991, diciembre de 1991 a diciembre de 1992).

³ "Logros de la estrategia económica y políticas para 1994" En: Comercio Exterior, #4, Abril de 1994, p. 300

⁴ Ibid. p. 299

⁵ Se han instrumentado políticas de promoción de exportaciones en base de variados instrumentos de fomento, como los programas de Empresas Altamente Exportadoras (Altex), de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación (Pitex), de Empresas de Comercio Exterior (Ecex), y de Devolución de Impuestos (Draw - back) entre otros.

industrializados, que a veces incluía devaluaciones, provocó la baja de los precios de los productos tradicionales y "a pesar del aumento de las exportaciones, no hubo un incremento correlativo en la disponibilidad de divisas por la caída del valor unitario de las mismas." (Correa, 1994).

El ajuste de las finanzas públicas en México tiene pocos precedentes en la historia económica de la posguerra. En México el déficit financiero de 17% del PIB en 1982 se redujo a 12.5% en 1988 y se logró un superávit de medio punto en 1992 (se excluyen ingresos provenientes de la venta de las empresas del sector público).

Por el lado del gasto, de 1988 a 1992 las erogaciones públicas presupuestales disminuyeron 14.6% como proporción del producto, debido básicamente a los menores pagos de intereses. El gasto primario presupuestario (que excluye los réditos) se redujo 1.2 puntos respecto al PIB.

En 1988 el pago de intereses representaba 17.7% del producto, mientras que en 1993 sólo 3.1% (Moreno y Flores, 1995). La proporción de la deuda pública externa con respecto al tamaño de la economía disminuyó de 46.8% en 1988 a 21.9% en 1993; la deuda interna lo hizo de 27.9 a 10.9%, y la deuda neta total consolidada con el Banco de México de 68.3 a 21%.

De 1983 a 1988 la fuga anual neta de recursos al extranjero fue equivalente, en promedio, a 5.8% del PIB. Como resultado de la renegociación de la deuda y la mayor confianza de los inversionistas, la transferencia externa⁶ se revirtió: de 1989 a 1992 México fue receptor neto de recursos por un monto anual promedio equivalente a 2% del PIB. La cuenta de capital pasó de un saldo negativo de 1,448.5 millones de dólares en 1988 a uno positivo de 25,954.9 millones en 1992, lo que permitió financiar satisfactoriamente la cuenta corriente y aumentar las reservas internacionales (aunque estos efectos han sido temporales) (Gruben et al., 1994). El monto de la inversión extranjera como fuente de recursos en 1992 (18,919 millones de dólares) fue siete veces mayor al de 1988.

La entrada de inversión extranjera fue estimulada por la baja en la tasa de interés de los Bonos de Tesoro de Estados Unidos a 30 años de diciembre de 1991 a abril de 1993, y una baja aún más pronunciada colocándose la tasa por debajo de 6%, entre mayo y diciembre de 1993. En este segundo lapso la inversión en el mercado de capital muestra un pronunciado incremento: de poco menos de 30 000 millones de dólares subió a más de 60 000 millones (Correa y Calvo, 1996).

Sin embargo, la inversión extranjera por ser en su mayor parte inversión de cartera, tenía un carácter sumamente volátil. La entrada de grandes cantidades de capital en la economía llevó a una sobrevaluación del peso que estimuló mucho las importaciones. En 1989-1992 el déficit de la balanza comercial, sin considerar los servicios por maquiladoras, se multiplicó por diez, al aumentar de 2,506 a 20,676 millones de dólares (Guillen, 1994). Este déficit no fue provocado por la baja de las exportaciones sino por un aumento desmesurado de las importaciones de bienes de consumo, intermedios y capital. Los precios bajos de los productos de importación se utilizaron como límite para los precios internos de acuerdo con el objetivo de la disminución de la inflación (Schettino, 1995).

⁶ Medida como el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos antes del pago de interés.

El deterioro del sector externo y la incertidumbre provocada por las negociaciones del TLC con Estados Unidos y Canadá, junto con algunos problemas políticos internos del país llevaron a la aplicación desde finales de 1992 de una política monetaria restrictiva, basada en la fijación de altas tasas de interés. El rendimiento real de los CETES a 28 días se incrementó de 2 en 1991, a 4.3% en 1992 y 7.7% en 1993 (Banco de México, 1993).

Se alcanzó el aumento de entrada de capitales extranjeros atraídos por los altos rendimientos de los valores mexicanos y la inflación disminuyó de 11.9% en 1992 a 8% en 1993. Sin embargo, el efecto contraccionista fue superior al esperado. El crecimiento del PIB de 3.5% en promedio durante 1989-1992, durante 1993 alcanzó sólo 0.4%, registrándose tasas negativas durante el tercer y cuarto semestre de este año. No se puede esperar que la estabilidad monetario-cambiaria pueda, por sí misma, alcanzar el crecimiento económico y la estabilidad de precios en forma sostenida, debido a que no hay bases productivas y financieras que lo permitan (Huerta, 1994).

El avance de la Reforma del Estado puede resumirse en la renegociación de la deuda externa, la privatización de grandes compañías y la banca comercial y la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica ⁷ (Aspe, 1993, p. 53). Todos estos elementos tenían como objetivo principal de aumentar la confianza hacia México a nivel mundial para atraer capitales externos y repatriar capitales mexicanos, siendo estas políticas uno de los principales pilares de la política neoliberal de la administración de Salinas de Gortari.

Además del Tratado de Libre Comercio, el Acuerdo con Chile, las negociaciones con CARICOM y el G-3 son otros ejemplos del proceso de la modernización económica del país (Moreno y Flores, 1995).

III. PRINCIPALES DESARROLLOS EN EL ÁMBITO FINANCIERO

Gran parte de la liberalización no podría ser posible sin el gran esfuerzo fiscal del gobierno, cuya aportación neta de recursos del sistema financiero no bursátil disminuyó de cerca de 17% del PIB en 1982 a 2% del PIB en 1989 y a 0.1% del PIB en 1990.⁸ Esto se debió por un lado a la privatización de varias empresas estatales, y por otro lado al creciente financiamiento por medio del mercado de valores a través de emisión de bonos gubernamentales. Por consiguiente el gobierno prescindió de la exigencia de préstamos forzados del sistema bancario, especialmente después de 1987. La disminución de la razón de liquidez⁹ (un término más amplio que la razón de las reservas requeridas) y la liberación de las tasas de interés en 1989 mejoró la habilidad del sistema bancario para competir por la captación de recursos (Suárez Dávila, 1990).

⁷ Un breve análisis de las implicaciones del Tratado de Libre Comercio para el sistema financiero mexicano y los intermediarios financieros no bancarios se presenta en el Capítulo VI de esta tesis.

⁸ Banco de México, Informe Anual, 1990, p. 241

⁹ El término "coeficiente de liquidez" se refiere a reservas requeridas que pueden mantenerse en valores que rinden interés, p.e. CETES. esto es diferente al coeficiente de reservas que se refiere normalmente al porcentaje de las obligaciones que tienen que mantenerse como reservas de efectivo o depósitos sin interés (o con interés muy bajo) en el Banco de México.

El primer paso hacia la liberación completa y la disminución del encaje legal fue la liberación en 1988 de la emisión de aceptaciones bancarias. Bajo las nuevas reglas, las tasas de interés de estos instrumentos ya no eran controladas. Aún más, las aceptaciones bancarias tenían exigencias de liquidez relativamente bajas (30%).¹⁰ Estas condiciones proporcionaron a las aceptaciones bancarias ventajas sobre las cuentas de depósito y CD en cuanto los estímulos para captación de fondos. Los depósitos y los CD todavía seguían sujetos a tasas de interés reguladas y a coeficiente de liquidez de cerca de 60%.

A principios de 1989 se dieron otros importantes pasos que profundizaron la liberalización financiera (Dávila Aldás, 1995). El gobierno removió los topes a las tasas de interés para todos los depósitos y valores, y bajó el coeficiente de liquidez a treinta por ciento de las obligaciones bancarias. Finalmente, en junio de 1989, se permitieron los pagos de interés sobre las cuentas de cheques (Banco de México, 1992, pp. 90-91).

En las reformas de 1989-1990 se nota claramente el interés de promover el mercado de valores. En la Ley del Mercado de Valores se reconoció legalmente la figura del especialista bursátil como un intermediario más del mercado de valores, con objeto de estimular la participación de nuevos inversionistas, así como proveer al mercado de suficiente liquidez y títulos (Ortiz Martínez, 1994, p. 69). Se hicieron modificaciones a la Ley General de Sociedades de Inversión, la Ley General de las Sociedades de Seguros, la Ley Federal de las Instituciones de Fianzas y la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito (Cabello, 1994, p. 6). Una de las principales reformas de la última fue el reconocimiento jurídico de las empresas de factoraje como organizaciones auxiliares de crédito. Además se crearon las cajas de ahorro como importante mecanismo para captar los recursos del pequeño ahorrador y canalizarlos hacia la inversión productiva. Se introdujo también el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR)¹¹ como una especie de ahorro forzado destinado a aumentar la cantidad del ahorro interno (Cabello, 1997, p. 59).

Todas las medidas de liberalización expuestas en los párrafos anteriores permitieron pasar a una privatización completa de los bancos comerciales. La legislación de 1990 inició este proceso (Aspe, 1993). En junio, el Congreso de la Nación modificó la Constitución para permitir que el sector privado controle a los bancos comerciales. En julio, el Congreso aprobó la Ley de las Instituciones de Crédito, que restituyó el sistema de banca múltiple (Mansell Carstens, 1993, p. 18).

La nueva legislación permite la formación de tres tipos de grupos financieros: 1) un banco con empresas arrendadoras, de factoraje,¹² casa de bolsa, fondos mutualistas y almacenadora; 2) casa de bolsa, con arrendadora, empresa de factoraje, casa de cambio, fondos mutualistas y almacenadora; y 3) las controladoras. La controladora debe tener por lo menos tres de las siguientes instituciones, pero no más de una de cada tipo: a) banco, b) compañía aseguradora, c) casa de bolsa, d) arrendadora, e) empresa de factoraje, f)

¹⁰ Las aceptaciones bancarias en México son a corto plazo (el plazo de vencimiento no excede 180 días), y a diferencia de otros países no están relacionadas con las mercancías comercializadas a nivel internacional (Heyman, 1989, pp.138, 145).

¹¹ Actualmente este sistema opera por medio de los AFORES.

¹² Las compañías de factoraje compran los pagarés de las empresas por un valor más bajo que su valor nominal, y cobran los pagarés a su valor nominal, constituyendo la diferencia entre estos dos valores la ganancia de estas compañías.

fondo mutualista, g) casa de cambio, y h) almacenadora (Natella, et al, 1991, pp. 23-25, y Mansell Carstens, 1993, pp. 18-19). Los miembros del Grupo Financiero pueden utilizar nombres semejantes, de manera que el público sepa qué organizaciones pertenecen al mismo grupo; y se pueden utilizar las instalaciones y las sucursales para realizar las operaciones de cualquiera de sus miembros, compartiendo de este modo los costos de infraestructura (Aspe, 1993, p. 83).

Según la nueva normatividad de 1990, los bancos ya pueden participar en las acciones de las empresas no bancarias, pero sus tenencias se limitan a 5% del capital de la empresa.¹³ Los préstamos a los accionistas principales de los bancos, así como a los gerentes o directores, y empresas de su posesión se limitan a 20% de la cartera de los préstamos bancarios¹⁴ y la extensión de tales préstamos requiere legalmente de la aprobación explícita del consejo de directores del banco (Ortiz Martínez, 1994).

La Ley de las Instituciones de Crédito de 1993 define los términos de la privatización subsecuente. La estructura de propiedad fue (y sigue siendo) dividida en tres tipos de acciones.¹⁵ Las acciones "A" son acciones comunes y pueden representar hasta 51% del total de las acciones, o sea pueden representar el paquete de control de cada banco. Estas pueden ser propiedad de mexicanos, particulares, empresas o inversionistas institucionales. Las acciones "B" también pueden ser propiedad de personas físicas y legales mexicanas y pueden representar desde un mínimo de 19% hasta un máximo de 49% del total de las acciones restantes. Finalmente las acciones "C" pueden ser propiedad de mexicanos o extranjeros y pueden representar no más de 30% del total de las acciones (Natella et al, 1991, pp. 22-23; Banco de México, 1992, pp. 96-97; y Mansell Carstens, 1993, pp. 18-19). El gobierno restringió también la parte del total capital bancario poseído por un individuo. Sin la aprobación especial de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, nadie debe poseer más de 5% del total de las acciones de una institución. Con el permiso respectivo, un individuo puede llegar a poseer hasta 10% del total de las acciones de un Grupo Financiero.

Los dieciocho bancos fueron vendidos en catorce meses (junio de 1991 a julio de 1992), a un precio extraordinariamente alto respecto el valor en libros (Trigueros, 1992; Carstens, 1993; Ortiz Martínez, 1994). Al mismo tiempo, el gobierno siguió promoviendo reformas regulatorias. En septiembre de 1991 se eliminó el coeficiente de liquidez restante de 30%, y en diciembre del mismo año se anularon los controles cambiarios (Carstens, 1993). Las autoridades impusieron también nuevos estándares de capital, que para 1993 deberían ser más estrictos que los acordados en Basilea (9% versus 8%), previéndose un régimen de ajuste durante 1991 y 1992, a fin de avanzar al 6 por ciento y 7 por ciento, respectivamente.¹⁶

En 1993 se introdujeron importantes cambios en la Ley del Mercado de Valores. Estos cambios tenían como objetivo reformar a los intermediarios financieros de los

¹³ Existe una ampliación de esta disposición, que permite al banco tener un máximo de 15% del capital de la empresa, en caso de que la tenencia no continúa más de tres años. Sin embargo, tales casos tienen que ser aprobados por dos tercios de los miembros del Consejo Directivo del banco y autorizados por la SHSP.

¹⁴ Estos préstamos tienen que ser aprobados por dos tercios de los miembros del Consejo Directivo (Natella et al, 1991, p. 45)

¹⁵ Los CAPS emitidos en 1987 se convierten a continuación en acciones.

¹⁶ Banco de México, Informe Anual, 1991, p. 222

mercados de capital nacionales, conforme la creciente internacionalización de los mercados financieros (Cabello, 1994). Además se tomaron medidas para reglamentar la transparencia de la información y el manejo de la información confidencial (Cabello, 1996).

Al igual que las instituciones de banca múltiple y en general, como los demás intermediarios financieros no bancarios, las instituciones de banca de desarrollo han estado sujetas a un proceso de desregulación operativa¹⁷ (Ortiz Martínez, 1994, p. 153).

A diferencia de los períodos anteriores cuando las instituciones no monetarias gubernamentales concentraban la mayor parte del crédito otorgado al sector paraestatal; en la actualidad lo han reorientado hacia los sectores con problemas de acceso al crédito: la agricultura, las empresas pequeñas y medianas, los exportadores y la vivienda de interés social (Werner, 1994, p. 1055). Se adoptó de manera preferente, un modelo de banca de segundo piso para garantizar la solidez financiera de las instituciones de banca de fomento, profundizar los procesos de complementariead operativa con las instituciones de la banca comercial y los demás intermediarios no bancarios privados (Fadl Kuri y Puchot Santander, 1995), y eliminar los riesgos crediticios para la banca de desarrollo. De los financiamientos que ésta última otorgó en 1988, 34% fueron como banca de segundo piso; en 1993 se elevaron a 66% y en 1994 a 73% (ibid.).

Además de su incursión directa en el mercado de crédito, puede afirmarse que la banca de desarrollo también contribuyó a mejorar la eficiencia apoyando el desarrollo de los intermediarios no bancarios. Así, al aumentar los recursos ampliando el universo de productos de captación y financiamiento disponibles al sector privado mediante más intermediarios propició una mayor competencia, y, por consiguiente, la reducción de los márgenes financieros (Maydón Garza, 1994). Es decir, la creación y proliferación de intermediarios financieros que se constituyan como especialistas en la oferta de productos y servicios individuales permite el acceso al crédito a sectores hasta ahora no atendidos por la banca comercial (Fadl Kuri y Puchot Santander, 1995, p. 47). Esto es muy importante si se toma en cuenta que en México "habida cuenta de las características oligopólicas del sector bancario es posible que los márgenes se ajusten inversamente al volumen de la demanda crediticia para garantizar una tasa de ganancia bancaria predeterminada" (Mantey de Anguiano, 1994, p. 1129).

Otra reforma importante durante el período es la que estipula la autonomía del Banco de México, y fija el límite máximo de préstamos del Banco Central al gobierno en 1.5% del gasto contemplado en el presupuesto federal (Cabello, 1996).

La interacción entre la economía y las finanzas es muy conocida. No puede una economía abierta apoyarse en un sistema financiero cerrado; no puede un sistema financiero moderno enclavarse en una economía atrasada (Palencia Gómez, 1991). La liberalización continua con la entrada en el TLCAN hizo que algunos analistas sostuvieran que debido a este tratado se incrementará aún más la eficiencia del sistema financiero y bajarán los costos de intermediación en México, además de ampliar el gama de servicios financieros en beneficio del sistema y sus usuarios (Aspe, 1992, p. 958).

¹⁷ Esto implica otorgar mayores facultades de decisión a los órganos del gobierno y a las direcciones generales de las entidades, fortaleciéndose para estos fines las atribuciones de la Comisión Nacional Bancaria en materia de supervisión contable, operativa y prudencial.

IV. ANÁLISIS DE FLUJO DE FONDOS

Entre las tendencias más importantes durante el período 1988-1993 que resaltan con el análisis de flujo de fondos resaltan las siguientes:

A. Aumento de la canalización de fondos financieros hacia el sector privado ("Empresas y particulares"), lo que indica el cambio de la tendencia en los flujos de financiamiento esbozada en la segunda hipótesis de esta tesis. A continuación analizaremos como se presenta esta tendencia con sus modalidades en cuanto a los diferentes intermediarios financieros:

A.1. Para los *intermediarios no monetarios gubernamentales* este aumento es continuo (en contraste con la disminución observada a lo largo del período anterior), pasando de un flujo negativo de -9,972 millones de pesos en 1989 a 49,021 millones en 1993 (pesos de 1980). En términos relativos, los flujos de fondos destinados al sector privado aumentan de -25% del total de usos de fondos clasificados en 1989 a 27% en 1993 (CUADRO 34).

CUADRO 34

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1989	-9972	-25	419478	89
1990	-1894	-14	392041	71
1991	2001	3	483581	63
1992	41828	29	574788	136
1993	49021	27	429142	106

1 - total flujo anual en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

Del total de recursos prestados por los intermediarios financieros no bancarios en 1988, 63.5% se destinaban al sector privado y el 36.5% restantes al público, mientras que para 1992 esta proporción se modifica de forma que los recursos destinados a proyectos del sector privado ascienden a 90.3% y los recursos para el sector público se reducen al 9.7%. para que la banca de desarrollo lograra adoptar este nuevo papel de oferente intensivo de recursos al sector privado era necesario eliminar el concepto de intermediación financiera¹⁸ (Ortiz Martínez, 1994, p. 150). Aquí resaltan claramente las tendencias tanto de cambios en los flujos de financiamiento por sectores conforme la segunda hipótesis, como el cambio del papel de los intermediarios no monetarios

¹⁸ La intermediación financiera se define como el incremento del saldo de crédito al sector privado de la banca de desarrollo más el déficit de operación de dicha banca.

gubernamentales, según la tercera hipótesis de esta tesis. Aunque este último cambio se puede interpretar más desde el punto de vista cualitativo que desde el punto de vista cuantitativo, no cabe duda que se está presenciando una modificación positiva en el papel tradicional de este tipo de intermediarios.

A.2. En la misma *CUADRO 34* se pueden apreciar los flujos de financiamiento canalizado por la *banca comercial* hacia el sector de las empresas y particulares. Estos flujos crecen en términos absolutos de 419,478 millones en 1989 a 574,788 millones de pesos en 1992 (pesos de 1980). Su participación porcentual en el total de usos de fondos clasificados registra cerca de 72% en 1989-1991, para crecer luego alrededor de dos veces alcanzando 121% del total de uso de fondos en promedio durante 1992/93.

Al eliminarse el encaje legal los bancos reorientaron su actividad crediticia hacia el sector privado. Una vez superada la recesión de 1986/87 (cuando se originó una fuerte contracción del financiamiento), los créditos de los bancos comerciales al sector privado no financiero crecieron en forma explosiva, alentados por las bajas en las tasas de interés, que provocaron el descenso de la inflación y la renegociación de la deuda externa. A partir de 1988 dichos créditos aumentaron a tasas superiores a 20% y en 1989 se dio un salto espectacular de 64.3%.

Sin embargo, la gran mayoría de estos créditos se destinaron para créditos de consumo (Huerta, 1994, Ramírez de la O, 1996). Los préstamos de la banca comercial para el consumo se incrementaron en términos reales 457.7% durante el período de 1987-1994, en tanto que los préstamos para la vivienda crecieron 966.4% (Ramírez de la O, 1996, p. 30). En contraste, los préstamos para la industria manufacturera se incrementaron 130.6% y el total de los créditos bancarios 107.7% (ibid.). Esto último permite calificar este desempeño del sistema bancario como una declinación de su papel para orientar fondos financieros para la inversión productiva. Otra vez, igual como en el caso de los intermediarios no monetarios gubernamentales, se puede deducir como la interpretación de los datos desde el punto de vista cualitativo (abstrayéndonos de los datos puramente cuantitativos), confirma la tercera hipótesis de esta tesis.

B. Se nota una tendencia de *orientación de cantidades decrecientes de fondos financieros hacia el sector gubernamental*.

B.1. Los flujos de fondos canalizados anualmente hacia el sector gubernamental por los *intermediarios no monetarios gubernamentales* disminuyen casi dos veces en el año de 1988 en comparación con el período 1983-1988. Expresado como porcentaje del total de uso de fondos clasificados el descenso marca desde 130% en 1988 a -167% en 1990, para llegar a un promedio de 24% en 1991/92 y bajar a 4% en 1993 (*CUADRO 35*).

En este período debido a la disminución de la dependencia del gobierno del financiamiento mediante créditos externos, la banca de desarrollo pierde su papel prioritario en el financiamiento de este sector. La privatización de las grandes empresas paraestatales a donde se destinaba tradicionalmente el financiamiento de la banca de desarrollo, hace reconsiderar su papel y orientar su financiamiento más hacia las empresas pequeñas y medianas, que no pueden adquirir crédito en la banca comercial y tampoco tienen acceso hacia los créditos externos. Esto confirma lo que se resaltó en el

punto A.1. sobre el nuevo papel de los intermediarios no monetarios gubernamentales y su relación con la segunda hipótesis del estudio.

B.2. Los flujos de fondos que se destinaron por la *banca comercial* hacia el sector gubernamental durante el período analizado marcan valores mucho más bajos en el período 1989-1993, en comparación con el período anterior 1983-1988, lo que se puede ver en el CUADRO 35. Esto se debe a las modificaciones de las políticas del encaje legal, las tasas de interés, y en general las medidas de liberalización financiera. Mientras que en el trienio 1985-1987, el porcentaje de los flujos destinados para el gobierno en el total de usos de fondos reales representa 45% en promedio, en el año de 1989 éste es tan sólo 7%, para mantenerse en 16% en promedio en los siguientes años (porcentajes muy por debajo de los registrados en 1985-1987 para flujos similares en 1992/93).

B.3. La misma tendencia se puede observar en las asignaciones anuales de fondos financieros por parte del *Banco de México*. Los flujos destinados para el sector gubernamental tienden a la baja en el total de usos de fondos clasificados de esta institución, siendo negativos los flujos registrados a partir de 1991.

CUADRO 35

FLUJOS ANUALES DE FINANCIAMIENTO AL SECTOR "GOBIERNO"

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL		BANCO DE MÉXICO	
	1	2	1	2	1	2
1989	52457	130*	34075	7	60399	90
1990	-21817	-167	95343	17	17096	41
1991	21707	28	116684	15	-120542	135**
1992	28877	20	-199181	-47	-31947	-47
1993	7395	4	-84061	-21	-123785	-21

1 - flujo total anual e millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A, 10-B, 11-A y 11-B del Apéndice

*este porcentaje alto corresponde a una cantidad casi 10 veces menor que la del año anterior (253,675 y 28,426 millones de pesos de 1980, respectivamente), y su magnitud se debe a los flujos negativos hacia todos los demás sectores en este año

** el porcentaje para 1991 corresponde al porcentaje de un flujo negativo hacia el sector gobierno (-120,542 millones de pesos de 1980) dentro de un flujo total negativo hacia todos los sectores (-89,324 millones de pesos de 1980).

C. Para complementar lo dicho en los dos puntos anteriores analizaremos la *canalización de fondos desde los intermediarios no monetarios gubernamentales hacia el sector "Intermediarios financieros"* (que incluye los intermediarios no monetarios privados y la banca comercial). Los flujos de fondos anuales hacia este sector tuvieron durante el período analizado un fuerte aumento respecto al total de recursos clasificados, llegando a representar 282% en 1992 (por ser en este año todos los demás flujos

negativos) y manteniendo una participación de 63% en promedio a lo largo de 1991-1993.

Como porcentaje del PIB estos flujos muestran también un aumento continuo de 0.7% en 1990 a 2.24% del PIB en 1993. Estos datos refuerzan lo antes expuesto sobre el cambio del papel de los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales durante el período de liberalización financiera 1989-1993, de acuerdo con la tercera hipótesis de esta tesis. Además se puede detectar el papel de la banca de fomento como promotor de los intermediarios no bancarios privados (Maydón Garza, 1994), para satisfacer la demanda de fondos financieros por parte de los nichos de mercado específicos que no tienen acceso fácil al crédito de la banca comercial (pequeña y micro empresa, y ciertas regiones rezagadas).

D. La participación del *financiamiento externo* en la captación de fondos de los intermediarios no monetarios gubernamentales y en la banca comercial está resumido en el CUADRO 36. Esta muestra una tendencia descendiente a lo largo del período.

En cuanto la banca de fomento, los flujos anuales de captación de recursos del sector "Resto del mundo" se mantiene relativamente estable durante el período (marcando un flujo negativo de -69,177 millones de pesos de 1980, sólo en 1990). La aportación de recursos extranjeros como porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados (77% en promedio durante 1990-1993) no marca diferencia significativa respecto al período anterior. Sin embargo, expresada como porcentaje del PIB esta cantidad disminuye fuertemente, bajando de cerca de 12% del PIB a 1.7% del PIB para el mismo lapso, lo que ilustra al cambio de las políticas de financiamiento mediante subsidios de este tipo de instituciones.

CUADRO 36

FLUJOS ANUALES DE CAPTACIÓN DE RECURSOS FINANCIEROS DESDE EL SECTOR "RESTO DEL MUNDO"

	INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERN.		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1989	62494	-175	54367	10
1990	-69177	108	126137	18
1991	56571	75	104137	14
1992	53749	76	12841	3
1993	71527	61	44710	11

1 - total flujo anual en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

En los primeros años del período se financia el déficit gubernamental por medio de la venta de valores gubernamentales ante todo a acreedores privados internos, los que sustituyeron en importancia a los externos, persistiendo la tendencia positiva del período

anterior y la disminución relativa de la dependencia del financiamiento gubernamental del resto del mundo, de acuerdo con la cuarta hipótesis del presente estudio. Sin embargo, en los últimos años la mayor parte de la deuda gubernamental empieza a adquirirse por inversionistas externos.

E. En cuanto la *captación de fondos desde el sector privado* por los diferentes intermediarios financieros, que está presentada en el CUADRO 37, es importante subrayar lo siguiente:

E.1. Sigue la disminución de la captación de fondos por los *intermediarios no monetarios gubernamentales* desde el sector "Empresas y particulares", acentuándose la tendencia del período anterior. El flujo neto en este sector después de crecer a 14,635 millones de pesos en 1991, marca un descenso sostenido en los siguientes años del período, para llegar a 10,153 millones de pesos de 1993. Como porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados estos flujos se mantienen por debajo de 14.7% en promedio a lo largo de 1990-1993. Aquí se refleja la reestructuración de estas instituciones que empiezan a funcionar como banca de segundo piso, lo que implica la baja captación arriba mencionada. Este tipo de operaciones aumentan la seguridad en cuanto la recuperación de los fondos prestados por la banca de desarrollo y permiten que su actividad sea más eficiente, prometiendo lo último un aumento positivo de su papel en la economía, de acuerdo con la tendencia especificada en la tercera hipótesis de esta tesis.

E.2. Los flujos de captación de fondos por la *banca comercial* desde el sector privado bajan de 458,070 millones en el primer año del período a 199,639 millones de pesos de 1980 para el último año. Confirmando la tercera hipótesis de esta tesis, como porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados los flujos anuales bajan de 83% en 1989 a 51% en 1993. La tendencia se refuerza representando la afluencia anual respecto al PIB; ésta baja de 9.1% del PIB en los primeros años del período a 4.3% del PIB a fines del período.

La misma tendencia se refuerza por el hecho que mientras que en 1978 el 97.8% del ahorro financiero lo intermediaba la banca, a partir de esta fecha el mercado de valores ha logrado una participación creciente hasta alcanzar el 39% del ahorro financiero en 1990 (Gavito y Trigueros, 1994, p. 192).

CUADRO 37

FLUJOS ANUALES DE CAPTACIÓN DE FONDOS DESDE EL SECTOR "EMPRESAS Y PARTICULARES"

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1989	-64775	181	458070	83
1990	2848	- 4	487633	71
1991	14635	19	449550	61
1992	11248	16	280513	71
1993	10153	9	199639	51

1 - total flujo anual en millones de pesos de 1980

2 - porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 9-A, 9-B, 10-A y 10-B del Apéndice

F. El comportamiento de los *intermediarios no bancarios privados* se puede analizar mediante los flujos de fondos intrasectoriales del sector financiero consolidado, que se presentan en los CUADROS 38 y 39. Como tendencia más importante aquí resalta la incrementada participación de este tipo de intermediarios tanto en el total de recursos, como en el total de obligaciones del sistema financiero consolidado.

F.1. El aumento de la *participación porcentual de los intermediarios no bancarios privados en el total de recursos clasificados* de la banca de desarrollo tiende a un incremento sostenido a lo largo de 1990-1993, llegando de 2.9% en 1990 a 9.1% al final del período. Estos datos confirman una vez más el cambio en las modalidades de financiamiento de los intermediarios no bancarios gubernamentales, desenvolviéndose éstos principalmente como instituciones de segundo piso durante el período. Estos datos extienden la confirmación de lo postulado en la tercera hipótesis también a los intermediarios no bancarios privados.

En cuanto la participación de los intermediarios no bancarios privados en el total de recursos clasificados de la banca comercial, también se observa un aumento general, que aunque no es tan pronunciado como en el caso anterior, asciende cerca de 4 veces respecto al período 1983-1988 (1% en promedio durante 1983-1988 y 3% en promedio durante 1989-1993), mostrando otra vez un aumento significativo en su actividad de acuerdo con la tercera hipótesis de la tesis. (CUADRO 38).

CUADRO 38

PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1989	3212	3.7	1386	1.0
1990	2528	2.9	8482	4.1
1991	3443	3.5	16066	4.9
1992	7931	6.3	19729	4.9
1993	14875	9.1	18488	3.8

1 - total anual

2 - porcentaje del total de usos de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A Y 4-A del Apéndice

Cabe destacar el aumento del crédito otorgado en este período a las empresas de arrendamiento financiero, cuyo saldo de obligaciones totales registra un crecimiento real cerca de 10% durante 1990-1993 (Banco de México, 1994). De los recursos de las instituciones de seguros se destinaban 55.8% en inversiones en valores y depósitos con rendimiento fijo, lo que supera el porcentaje registrado en el período anterior (35.2%). El saldo de los recursos de los almacenes de depósito tuvo un crecimiento real de 16.4% en el mismo lapso.

F.2. La participación porcentual de los intermediarios no bancarios privados en las obligaciones de la banca de desarrollo marca cierto aumento al principio del período para mantenerse luego estable en 7.6% en promedio durante 1990-1993, un porcentaje 6 veces más alto del promedio registrado a lo largo de 1983-1988 (1.1%).

El mismo promedio para la banca comercial es de 6.3%, o sea menor al promedio de 7.5% que se dio durante el período anterior. Interpretando los datos se puede ver que los intermediarios no bancarios privados han incrementado su utilización de recursos financieros en el sistema financiero, lo que indica su consolidación durante el período 1989-1993, conforme la tercera hipótesis, y a diferencia del período anterior (1983-1988) ya no se desenvuelven como proveedores netos de recursos para el sistema financiero consolidado.

CUADRO 39

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS PRIVADOS EN EL TOTAL DE LAS OBLIGACIONES CLASIFICADAS

	INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS		BANCA COMERCIAL	
	1	2	1	2
1989	2767	3.1	10323	9.2
1990	5404	6.8	12576	6.2
1991	7129	7.8	16491	5.1
1992	7939	7.6	21437	5.4
1993	13367	7.3	26563	5.6

1 - total flujo anual

2 - porcentaje del total de fuentes de fondos clasificados

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del Apéndice

V. ANÁLISIS DE ALGUNOS COEFICIENTES BASADOS EN ACERVOS

Los análisis de acervos presentados a continuación servirán para confirmar las tendencias en el patrón de financiamiento y el comportamiento de los diferentes grupos de intermediarios financieros durante el período 1989-1993.

A. Los datos resumidos en el CUADRO 40 indican que después de mostrar un fuerte descenso respecto a 1987, la *razón de profundización financiera* presenta una tendencia al alza entre 1989 y 1993, pero sin llegar a los valores registrados como promedio del período anterior (70%). El Producto Interno Bruto también crece en los primeros cuatro años del período (3.5%), desacelerándose durante el último año, mostrando estos datos la interrelación que se da entre la profundización financiera y crecimiento económico de acuerdo con la primera hipótesis de esta tesis.

CUADRO 40**TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO
COMO PORCENTAJE DEL PIB**

PROFUNDIZACIÓN	TOTAL ACTIVOS		PRODUCTO
	CLASIFICADOS (1)	INTERNO BRUTO (2)	(1)/(2)
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	227051	509618	45
1990	315363	686406	46
1991	443298	865166	51
1992	523587	1019156	51
1993	624052	1122928	56

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

Tanto la liberalización, como la percepción de mayor estabilidad económica, permitieron que el sector financiero incrementara su profundización en el ahorro, intermediando una mayor parte de este (Gavito y Trigueros, 1994). La mayor profundización se inicia en 1989, año en que los agentes económicos comienzan nuevamente a canalizar sus ahorros a través del sector financiero, mientras que en el período anterior de altas tasas de inflación prefirieron dirigirlo hacia otros instrumentos, como bienes raíces o divisas.

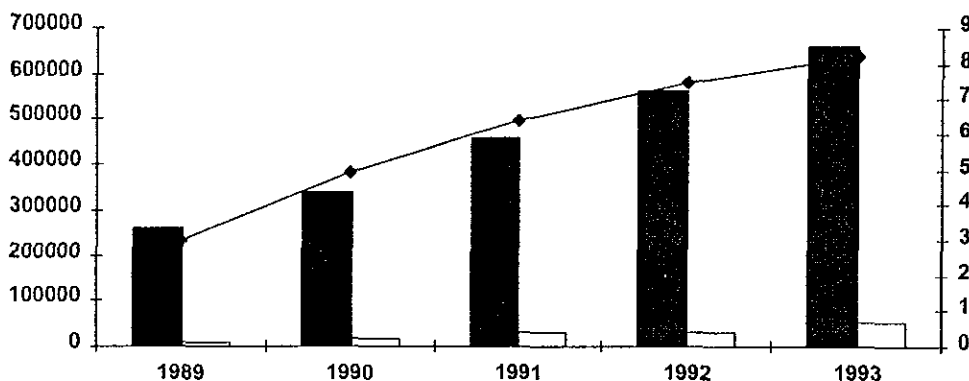
B. La participación porcentual de los *intermediarios financieros no bancarios privados* en el total de recursos del sistema financiero, como muestra la CUADRO 41 aumenta casi 2.5 veces en promedio durante el período, llegando de 3% en 1989 a 8.2% en 1993, confirmando la tercera hipótesis mediante el análisis de acervos que comprueba la tendencia ya detectada con el análisis de flujos de fondos

CUADRO 41**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
PRIVADOS EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE IFNB PRIVADOS (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	261606	7754	3.0
1990	340766	16808	4.9
1991	459453	29384	6.4
1992	561985	42283	7.5
1993	662578	54590	8.2

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A y 4-A del Apéndice

**COMPORTAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS
PRIVADOS (1988-1993)**



Gráfica 11

Los datos del CUADRO 42 muestran un cambio del papel de los intermediarios no bancarios privados como suministradores netos de fondos al sistema financiero durante el período 1983-1988, e indican un papel más activo de estas instituciones a lo largo de 1989-1993 en la canalización de recursos financieros hacia los sectores económicos no financieros, indicando una mejora cualitativa en cuanto la actividad de estos intermediarios según la tercera hipótesis de este estudio.

CUADRO 42

**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
PRIVADOS EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS
DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADOS (1)	TOTAL OBLIGACIONES IFNB PRIVADOS (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	227051	20928	9.2
1990	315363	26743	8.5
1991	443298	29248	6.6
1992	523587	32861	6.3
1993	624052	48561	7.8

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del Apéndice

C. En base de los datos del CUADRO 43 se analiza la participación porcentual de los intermediarios no monetarios gubernamentales en el total de recursos clasificados del sistema financiero para detectar las principales tendencias durante este lapso.

CUADRO 43

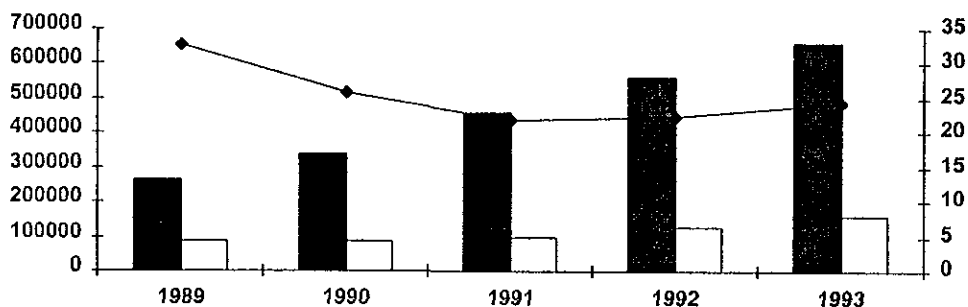
**PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS
GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE RECURSOS
CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE IFNB GUBERNAM.(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	261606	85741	32.8
1990	340766	87446	25.7
1991	459453	99530	21.7
1992	561985	125361	22.3
1993	662578	161906	24.5

Fuente: CUADROS 2-A y 4-A del Apéndice

Durante este período se nota una disminución casi doble en la canalización de fondos del sistema financiero consolidado hacia estos intermediarios como participación porcentual del total de recursos clasificados, representando ésta cerca de 25.4% en promedio a lo largo del período, comparado con el promedio de 40% registrado en 1983-1988. Una vez más como en el punto anterior, estos datos confirman el cambio del papel que los intermediarios no monetarios gubernamentales juegan dentro del sistema económico y financiero, la eliminación de los subsidios para su financiamiento y la recaudación de recursos financieros mediante fondeo del mercado, lo que coadyuda a la eficiencia de estas instituciones, confirmando lo estipulado en los puntos anteriores.

**COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LOS
INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS GUBERNAMENTALES (1989-
1993)**



Gráfica 12

La aportación de fondos por medio de la banca de desarrollo al sistema financiero consolidado, se mantiene estable a lo largo del período 1990-1993, después de haber marcado un descenso de casi 12% en 1990 comparado con el año anterior (CUADRO 44). Aquí como en la utilización de recursos se nota un descenso de casi dos veces en

comparación con el período 1983-1988, debido a la baja captación de estas instituciones desde el sector privado, lo que fue analizado en el punto anterior.

Sin embargo, a pesar de la disminución de cerca de dos veces, respecto al período anterior 1983-1988, la contribución de fondos al sistema financiero por parte de estos intermediarios no bancarios sigue representando casi el mismo porcentaje como su utilización de fondos. lo que indica que este subsector emplea casi por completo los recursos que está captando.

CUADRO 44

PARTICIPACIÓN DE LOS INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADAS (1)	TOTAL OBLIGACIONES IFNB GUBERNAM.(2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	227051	86762	38.2
1990	315363	78414	24.9
1991	443298	90324	20.4
1992	523587	103242	19.7
1993	624052	126526	20.3

Fuente: CUADROS 2-B y 4-B del Apéndice

D. El CUADRO 45 resume las tendencias que se presentan en la participación de la banca comercial en el total de activos del sistema financiero consolidado.

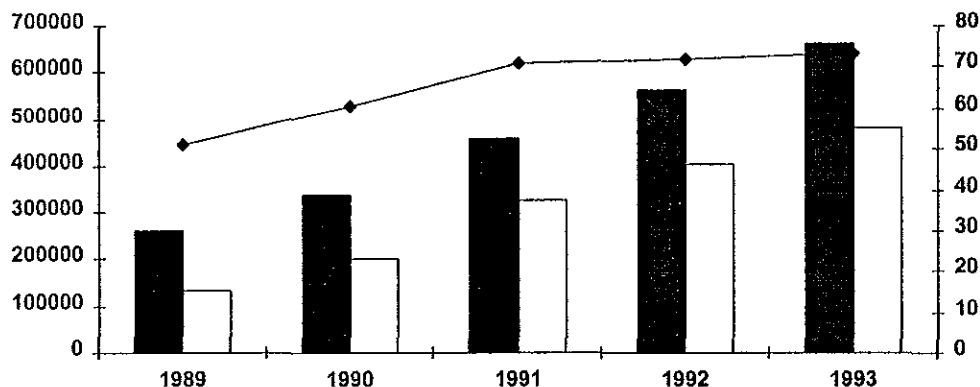
CUADRO 45

PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE RECURSOS CLASIFICADOS DEL SISTEMA FINANCIERO

	TOTAL ACTIVOS CLASIFICADOS (1)	TOTAL ACTIVOS DE LA BANCA COMERCIAL (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	261606	133090	50.9
1990	340766	202114	60.2
1991	459453	325865	70.9
1992	561985	402192	71.6
1993	662578	482925	72.9

Fuente: CUADROS 1-A, 2-A y 4-A del Apéndice

**COMPORTAMIENTO DE LA PARTICIPACION DE LA BANCA
COMERCIAL (1988-1993)**



Gráfica 13

La participación de la banca comercial en el total de recursos del sistema financiero crece sostenidamente a lo largo del período para llegar de 50.9% en 1989 a 72.9% en 1993, siendo su participación porcentual promedio de 65.3%, casi dos veces mayor que en el período anterior, 1983-1988, cuando fue registrado un promedio de 36.7%. En el último lapso, como ya se mencionó, se presenta un crecimiento explosivo del crédito de la banca comercial al sector privado. Esto se debe ante todo a las modificaciones del mecanismo de financiamiento al sector público, otorgándose la mayor parte del crédito al sector privado; sin embargo, la mayor parte de éste se otorgó como crédito al consumidor. Sin embargo, estos ritmos de crecimiento son más bajos que en el caso de los intermediarios no bancarios privados (que aumentan casi tres veces su participación porcentual). Sin embargo, queda totalmente desvinculado del sistema productivo, confirmando la quinta hipótesis del estudio.

En este período se revierte también la tendencia descendiente observada durante el período anterior (1983-1989) de participación de la banca comercial en la aportación de fondos al sistema financiero (*CUADRO 46*). La captación muestra incremento sostenido a lo largo de 1989-1993 llegando de 49.6% en el primer año a 75% en el último año del período, lo que se puede atribuir a la baja inflación y a las expectativas de un tipo de cambio estable en estos años. Además hay que resaltar el papel importante de las aportaciones por concepto del SAR. Pero como ya fue indicado la canalización de esta captación no fue adecuada en cuanto la inversión productiva, mostrando otra vez la tendencia esbozada en la quinta hipótesis.

CUADRO 46**PARTICIPACIÓN DE LA BANCA COMERCIAL EN EL TOTAL DE OBLIGACIONES CLASIFICADAS DEL SISTEMA FINANCIERO**

	TOTAL OBLIGACIONES CLASIFICADOS (1)	TOTAL OBLIGACIONES BANCA COMERCIAL (2)	PARTICIPACIÓN (2)/(1)*100
	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>miles de millones de pesos</i>	<i>por ciento (%)</i>
1989	227051	112587	49.6
1990	315363	201595	63.9
1991	443298	318645	71.9
1992	523587	390046	74.5
1993	624052	468270	75.0

Fuente: CUADROS 1-B, 2-B y 4-B del Apéndice

VI. SÍNTESIS

1. Durante el período 1989-1993 se refuerzan las medidas de liberalización del sistema financiero, y se lleva al cabo la reprivatización de la banca comercial, así como la consolidación de la banca múltiple, lo que refleja en la creación de un nuevo circuito financiero que canaliza los recursos financieros en primer lugar hacia el sector privado, según lo estipula la segunda hipótesis de esta tesis.

2. Aunque el sistema financiero esté en proceso de creciente liberalización, no se pueden dejar a la sola acción de las fuerzas de mercado los aspectos cualitativos del crecimiento económico; este papel les corresponde a los intermediarios no monetarios gubernamentales, tanto en lo que respecta a la captación y permanencia de los ahorros de la sociedad como a la canalización de estos recursos por los intermediarios financieros. Sin embargo, ya es inoperante y costoso para la sociedad el anterior enfoque de crédito dirigido y de fijación de prioridades sin tomar en cuenta el mayor aprovechamiento y la eficacia de los proyectos.

Estas consideraciones son la base de la reestructuración del funcionamiento de la banca de desarrollo. Mientras que en 1988 los intermediarios no monetarios gubernamentales realizaban 66% de sus operaciones como banca de primer piso y el 34% como banca de segundo piso, para 1992 estas proporciones se invierten, observándose que, del total de recursos prestados por la banca de desarrollo, 63% ha sido a través de las instituciones de la banca múltiple, y el 37% restante de manera directa. Todo esto aumenta la eficiencia del funcionamiento de los intermediarios no monetarios privados y su orientación hacia el financiamiento de empresas que no están sujetos al financiamiento bancario comercial. Desde el punto de vista cualitativo aumenta su papel en la economía manteniendo las tendencias representadas en la tercera hipótesis de esta tesis.

3. Otra tendencia importante es que del total de recursos prestados por la banca de fomento en 1989, 63.5% se destinaban al sector privado y el 36.5% restante al público, mientras que para 1992 esta proporción se modifica de forma que los recursos destinados al sector público se reducen a 9.7% y los canalizados hacia el sector privado aumentan a 90.3%. La posibilidad de endeudarse en el exterior permitió a la banca de desarrollo a canalizar recursos a costos internacionales a empresas que de otra forma no pueden tener

acceso a los mercados internacionales, de acuerdo con la segunda y tercera hipótesis de la tesis.

4. Aunque durante 1989-1990 el nivel de crédito otorgado por los intermediarios no monetarios gubernamentales como proporción del total de crédito al sector privado cayó de 17.7% en 1989 a 15.3% en 1990. Ello se debió a que los niveles de financiamiento de la banca de desarrollo crecieron a tasas cercanas al 10% en términos reales durante estos dos años, mientras que el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado crecía en 60 y 25%, en 1989 y 1990, respectivamente (Ortiz Martínez, 1994, p. 147). En 1991-1993, la proporción de crédito otorgado por la banca de desarrollo empezó a aumentar, pasando de 15.6% en 1991 y 16.4% en 1992 a 20% en 1993, lo que se debió a tasas de crecimiento real de crédito otorgado al sector privado de 38%, más altas que las de la banca comercial, que seguían siendo cercanas a 30%.

5. En lo que se refiere a los flujos del nuevo financiamiento otorgado por la banca de desarrollo en relación con flujos totales de financiamiento, éstos aumentan de 10% en 1989 a 27% en 1993, indicando, conforme la tercera hipótesis de este estudio, la creciente importancia de este tipo de instituciones.

6. Como una tendencia muy importante durante el período de liberalización financiera 1989-1993 puede destacarse lo siguiente: durante el lapso de 1982-1988, así como en los primeros dos años del período analizado (1989-1990), el sector privado ("Empresas y particulares") aportó una cantidad mayor de recursos financieros a la banca comercial de los que fueron canalizados hacia éste como flujos anuales de financiamiento. Esta tendencia cambia en 1991; como porcentaje del PIB, el flujo de fondos destinados al sector privado supera por primera vez al aportado por este sector, siendo el primero 8.9% del PIB, y el segundo 8.2% del PIB. Esta tendencia persiste y se refuerza en los dos últimos años del período, representando en 1992 y 1993 los flujos de fondos financieros canalizados hacia el sector privado 10.2 y 7.6% del PIB, respectivamente. Estos valores superan más de dos veces la magnitud de los flujos de recursos captados desde el sector privado (5 y 3.5% del PIB, respectivamente).

7. A pesar del aumento explosivo del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado, éste se centró ante todo en créditos para el consumo de bienes duraderos y créditos hipotecarios. Debido a que las grandes empresas nacionales se financiaban en mayor grado en el exterior (tanto en el mercado de valores, como en la banca transnacional debido a las más bajas tasas de interés), los bancos nacionales perdieron terreno en el financiamiento de los sectores privados no financieros, confirmando lo estipulado en la tercera hipótesis de esta tesis. Expresado como porcentaje del PIB, éste disminuyó de 68.2% del PIB en promedio para 1983-1988 a 44.1% del PIB en promedio para 1988-1993.

8. La errónea asignación de recursos por la banca comercial, mencionada en el punto anterior, explica porque los balances de la balanza comercial comenzaron a deteriorarse mucho antes de la devaluación. Como el desempleo iba en aumento durante este período de ajuste, el creciente mercado para los préstamos a los consumidores reflejó una elevada e insostenible valuación del tipo de cambio. La paradoja de este período es que con un crecimiento más bajo que en los períodos anteriores se provocó un mayor déficit de la balanza comercial (Huerta, 1994). Esto confirma la interdependencia existente entre sector financiero y sector real de la economía de acuerdo con la primera

hipótesis, resaltando también, como en el punto 7, la insuficiente articulación entre estos sectores, de acuerdo con la quinta hipótesis de esta tesis.

9. Mientras que en el período de 1983-1988 los acreedores internos sustituyeron en importancia a los externos y en 1987 se había producido una gran concentración del débito interno: la banca múltiple poseía 6%, el Banco de México 30% y el sector privado 62% (Basave Kunhardt, 1994, p. 1104). Sin embargo, la autorización de la inversión extranjera en valores gubernamentales, configuró durante el período de la liberalización financiera los títulos de deuda pública de una manera totalmente diferente a la de fines de los años ochenta. En 1993 este endeudamiento estuvo compuesto del modo siguiente: 46% del Banco de México, 37% de extranjero y 17% del sector privado nacional. La economía mexicana pasó de nuevo a depender en gran medida de los recursos externos (Correa, 1994, p. 1094).

10. La participación de los intermediarios financieros no bancarios privados aumenta casi tres veces en el total de recursos del sistema financiero, llegando a representar 8.3% del total de recursos clasificados en 1993, comparado con sólo 3% en 1989, confirmando las tendencias presentadas en la tercera hipótesis de esta tesis. Esto se debe tanto a la expansión de las operaciones propias de estas instituciones, como a su colaboración con la banca de desarrollo como intermediarios de primer piso y a las políticas de fortalecimiento de estas instituciones que se emprendieron por parte de la banca de desarrollo.

11. Aumenta el flujo intrasectorial en el sistema financiero, lo que crea elementos de inestabilidad, permitiendo que las dificultades de alguna institución financiera se propaguen rápidamente al resto de los intermediarios.

12. Los resultados de los análisis de este capítulo confirman todas las hipótesis de esta tesis, resaltando la interdependencia que existe entre el sistema económico y el sistema financiero, según la primera hipótesis, el daño que puede provocar a la economía nacional la desvinculación entre estos sectores, de acuerdo con la quinta hipótesis, así como el aumento del papel de los intermediarios no bancarios gubernamentales y privados, como lo estipula la tercera hipótesis del estudio.

POSTSCRIPTUM: LA CRISIS

La crisis del peso mexicano en 1994, que ha sido identificada como la primera crisis del Siglo XXI (Mantey y Ortiz, 1997), sirvió para demostrar la necesidad de un estudio detallado de la naturaleza de la liberalización financiera, sus impactos y sus relaciones con los demás desarrollos económicos. Aunque la crisis fue causada ante todo por los desequilibrios profundos en el sector externo, los mercados bancarios y de valores tuvieron también un papel importante (Ortiz y Lewis, 1997).

Lo más importante al respecto es la deficiencia del pensamiento convencional neoclásico de no prestar la debida atención a las alternativas para la inversión especulativa que los mercados financieros desregulados brindan a inversionistas nacionales y extranjeros (Mantey y Ortiz, 1997). Como indica la teoría nekeynesiana

estas alternativas crean y refuerzan las posibilidades de desviar los ahorros de la inversión productiva.¹⁹

La desregulación financiera en México ha llevado, como se explicó en el capítulo anterior a un crecimiento acelerado de los créditos y un fuerte aumento de los precios de los activos financieros. De 1991 a 1994 han sido años de expansión bancaria. Los indicadores financieros de la etapa expresan prosperidad, pero también exceso de confianza, débiles garantías crediticias y apalancamiento excesivo, particularmente externo (Manrique, 1996). Esto ha provocado un endeudamiento excesivo que superó la capacidad real de pago de los deudores. Bajo las políticas monetarias restrictivas, se hizo obvia la inviabilidad de la estructura crediticia. La deflación del valor de los activos financieros redujo las inversiones e impacto el consumo privado. La cartera vencida en México se incrementó a 19.2% del total de préstamos, y el mercado de valores cayó en 79 % durante 1995.

La inversión productiva estaba generando utilidades pero a ritmo más bajo que la expansión crediticia. Esto provocó preferencias hacia la inversión financiera, lo que a su vez llevó a un crecimiento exponencial del mercado de valores. Comparando el índice de la oferta monetaria y el índice de la actividad productiva, se puede concluir que desde 1988, cuando culmina la liberalización de las tasas de interés, el crecimiento de la oferta monetaria aumentó con la clara tendencia a exceder el crecimiento real de la economía (Mantey y Ortiz, 1996). La entrada de capitales no fluyó hacia la inversión productiva en forma significativa, representando la esfera financiera especulativa una mejor opción (Labra, 1996).

La creciente liquidez en la economía no se tradujo en presiones inflacionarias. Todo lo contrario, la inflación disminuyó de modo exagerado, desde 138% en 1987 a menos de 8% en 1994. Esto fue posible al estricto control de los salarios y en tipo de cambio sobrevaluado (el precio del dólar aumentó en promedio 6% anuales entre 1988 y 1994). El tipo de cambio con niveles de inflación más altos que de los principales socios comerciales de México, implicaba mantener alta la tasa de interés, lo que reducía el favorable impacto de la sobrevaluación de los activos financieros sobre la producción real, provocando ritmos de crecimiento más bajos del sector real en comparación con la oferta monetaria. Las altas tasas de interés provocaron también problemas en el pago de las deudas. Muchas corporaciones y bancos prefirieron financiarse en los mercados extranjeros, sin tomar en consideración el riesgo cambiario.

Las lecciones de la crisis recalcan una vez más la interdependencia profunda que existe ente finanzas y economía, mostrando las deficiencias de una desregulación financiera rápida sin consolidar previamente las reformas macroeconómicas. La relación externa es multivariada y cada vez más compleja, pero la forma en que se concreta mediante el financiamiento tiene efectos directos y de muy corto plazo sobre los circuitos centrales de la economía (Cordera Campos, 1996).

El mantenimiento y acentuación de la polarización en la distribución del ingreso, más un ingreso disminuido en la mayoría de las familias, limita las posibilidades del ahorro interno. Por otra parte, mediante una política monetaria que garantiza altas tasas de

¹⁹ Sobre la interdependencia entre liberalización financiera y ciclos financieros, véase Mantey y Ortiz (1997)

rentabilidad a los intermediarios financieros, con extremas diferencias entre las tasas activas y pasivas que desalientan el ahorro, la economía mexicana en su proceso de apertura y liberalización asume más dependencia frente al ahorro externo, brinda más oportunidades al capital financiero que al productivo provocando una deformación de la estructura productiva.

Todo lo anterior indica que un objetivo importante de la recuperación económica de México será el fomento de un sistema financiero eficiente para estimular la captación de ahorro interno y externo orientándolo hacia la inversión productiva. En este aspecto un papel primordial les corresponde a los intermediarios financieros no bancarios, como instituciones de innovación financiera, cuya actividad podrá complementar de manera eficaz la actividad tradicional de la banca comercial.

Además no hay que olvidar que la recuperación de la economía mexicana se está llevando a cabo en condiciones de una incipiente integración dentro del TLCAN, lo que indica que hay que prestar especial atención a la actividad de intermediarios financieros de Estados Unidos y Canadá y las condiciones de su penetración al mercado mexicano, que en su mayoría son más ventajosas para los intermediarios financieros no bancarios.²⁰

Y al final es importante agregar que la incidencia del sistema financiero como parte de la superestructura económica, no sólo influye activamente (de modo positivo o negativo) sobre la base económica, sino que está en una fuerte y a veces decisiva interacción con la política económica y las políticas nacionales.²¹

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL CAPITULO VI

- Aspe Armella, P. (1993) *El Camino Mexicano de la transformación económica*, F.C.E, México, 1993
- Aspe, Pedro (1994) "La reforma financiera de México" En: *Comercio Exterior*, Vol. 44, Diciembre de 1994, pp. 1044-1047
- Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- Banco de México. La economía mexicana en 1992
- Basave Kunhardt, Jorge (1994A) Recursos empresariales y circuitos financieros. En: "*Comercio Exterior*", Vol. 44, diciembre de 1994, pp. 1102-1107
- Basave Kunhardt, Jorge (1994B) Grupos empresariales en México, estructura y estrategias de inversión 1974-1994. Tesis Doctoral, División de Estudios de Posgrado, Fac. de Economía, UNAM, México, 1994 (en publicación)
- Cabello, Alejandra (1994) "Deregulation and the Mexican Stock Market" *Proceedings*. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association
- Cabello, Alejandra (1997) " Liberalización and Deregulation of the Mexican Stock Market" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) *The global Structure of Financial Markets. An Overview*, Rutledge, London, 1997

²⁰ Sobre este tema trata el Capítulo Siete de esta tesis

²¹ Por ejemplo, los países miembros de la UE reconocen la armonización de sus sistemas financieros como premisa básica para la convergencia de sus políticas económicas.

- Cabello, Alejandra y Edgar Ortíz (1995) "Debt Crisis and Economic Recovery and Performance of the Emerging Latin American Equity Markets" En: (Peter H. Gray y Sandra C. Richards, Eds.) **International Finance in a New World Order**, Oxford, England, Elsevier Science, 1995
- Carstens, Agustín G.C. (1993) **The Mexican Financial System**. Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, 1993
- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Boletín Estadístico, Varios Volúmenes
- III Convención del Mercado de Valores (1992). En: Mercado de Valores, Año LII, mayo 15, 1992, #10
- Cordera Campos, Rolando (1996) "Las lecciones de la devaluación: renovación de pactos e innovación democrática" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- Cortina Ortega, Gonzalo (1992) **Prontuario bursátil y financiero**, Trillas, México, 1992
- Criterios Generales de la Política Económica para 1992. En: El Mercado de Valores, año LII, enero 1, 1992, #1
- Correa, Eugenia (1994) "Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1093-1101
- Correa, Eugenia y Ricardo Calvo (1996) "Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana" En: Comercio Exterior, Vol. 46, #4, México, Abril de 1996
- Dávila Aldás, Francisco (1995) **Del Milagro a la Crisis**, Fontamar, México, 1995
- De Olloqui, José Juan (1990) "Aspectos financieros de la relación de México con la Cuenca del Pacífico" En: Comercio Exterior, Vol. 40, #4, abril de 1990
- Diario Oficial de la Federación, varios números
- El Mercado Accionario durante 1991. En: El Mercado de Valores, año LII, enero 15, 1992, #2
- Fadl Kuri, S. y S. Puchot Santander (1995) "La banca de desarrollo en el marco de la reforma económica" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 42-53
- Fischer K.P., Ortíz E. y A.P. Palasvirta (1992) "From Banca to Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper, Inaugura Conference on Financial Management. Suffolk University, November 1992
- Fischer K.P., Ortíz E. y A.P. Palasvirta (1994) "Financiamiento Corporativo e Integración Financiera: Papel de las Asimetrías en la Información en el Financiamiento Accionario" En: **Integración Financiera y TLC** (Ed. A. Girón, E. Ortíz y E. Correa), México, Siglo XXI
- Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) **Mercado de Valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- Gavin, Michel (1991) "The Mexican Oil Boom", Discussion Paper #548, Department of Economics, Columbia University, May 1991
- Gavito Mohar, J., S. Sánchez García e I. Trigueros Legarreta (1992) "Los servicios financieros y el Acuerdo de Libre Comercio: Bancos y Casa de Bolsa" En: (Eduardo Andere y Georgina Kessel, Ed.) **México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio: Impacto Sectorial**, ITAM y McGraw-Hill, México, 1992
- Girón, Alicia (1994) "La banca comercial de México frente al TLC" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1068-1074
- González Hermosillo Brenda, Kate Langdon y Brien O'Reilly (1992) "Vista preliminar del Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México" En: Monetaria, Vol. XIV, #1, enero-marzo 1992
- Guillen R., Arturo (1994) "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana" En: Comercio Exterior, Vol. 44, #12, 1994, pp. 1075-1082
- Gutiérrez Pérez, Antonio (1991) "La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional" En: **Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, Ejea G., C. Garrido, C. Leriche y E. Quintana, UAM, Azcapotzalco, México, 1991
- Guzmán Calafell J. y A. Monte Aja (1993) "Crecimiento económico, financiamiento externo y ahorro interno en México en 1990-1994" En: Monetaria, Vol. XV, #4, 1993
- Gruben W.C., J.H. Welch y J.W. Gunther, "U.S Banks Competition and the Mexican Banking System: How Much Will NAFTA Matter?" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, Sept., 1994

- Heyman, T. (1989) **Invertir en México**, Ed. Milenio, México, 1989
- Huerta G., Arturo (1994) **La política neoliberal de estabilización económica en México**, Diana, México, 1994
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Sistema de Cuentas Nacionales, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, **Boletín Mensual de Información Económica**, México, varios volúmenes
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Cuadernos de Información Oportuna, México, varios volúmenes
- Johnson, R.D. and D.C. Mainster (1975) The Performance of Bank Holding Company Acquisitions: A Multivariate Analysis. En: "*The Journal of Bussines*", 48, 1975, pp. 204-212
- Katz, Isaac (1990) **El Sistema Financiero Mexicano**, CIDAC, Ed. Diana, México, 1992
- Labra M., Armando (1996) "Lecciones de la modernidad, 1971-1994. Retrospectiva y propuesta económica para México" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- Laderman Elizabeth and Ramon Moreno (1992) "NAFTA and U.S Banking", *FRBSF Weekly Letter* Number 92 (40), 1992, pp. 1183-1200
- **La nueva banca y las agrupaciones financieras en México**, SHCP, México, varios volúmenes
- Leriche C. y G. Ejea (1992) "La captación y financiamiento de banca y bolsa en México 1982-1990" Ponencia en Taller de Investigación "Reestructuraciones financieras: tendencias internacionales y el caso de México", junio, 1992
- Ley de agrupaciones financieras
- Ley sobre Instituciones de Seguros
- Mancera, Miguel (1992) "Razones para ver con optimismo el futuro" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 960-963
- Manrique Campos, Irma (1996) "Estado Y Sector Financiero" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- Mansell Carstens, Catherine (1994) "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto." En: **Reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- Mansell Carstens, Catherine (1995) "Servicios financieros, desarrollo económico y reforma en México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, pp. 3-12
- Mantey de Anguiano, Guadalupe (1994) "Determinantes del margen financiero de la banca comercial" En: Comercio Exterior, Vol. 44, # 12, México, 1994, pp. 1129-1132
- Mantey, Guadalupe y Edgar Ortiz (1997) "Financial Liberalization and Financial Cycles and the Mexican Financial System", Ponencia. Cuarto Congreso de ISINI. Maastricht. 1997
- Marco Industrial de los Mercados Emergentes. En: El Mercado de Valores, año LII, febrero 1, 1992, #3
- Maxfield, Sylvia (1992) "The International Political Economy of Bank Nationalization: Mexico in Comparative Perspective" En: Latin American Research Review, 27 (1), 1992, pp. 75-103
- Moore, Robert R. (1993) "The Government Budget Deficit and the Banking System: The Case of Mexico" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, August 1993
- Morera Camacho, Carlos (1995) "La reorganización del capital de México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 29-34
- Natella, Stefano, et. al. (1991) **The Mexican Banking System**, CS First Boston, New York, 1991
- Natella, Stefano, et. al. (1992) **The Mexican Banking System II**, CS First Boston, New York, 1992
- Nacional Financiera, **Economía Mexicana en cifras**, México, varios volúmenes
- Ortiz, Edgar (1994) "Mercados de Capital y el Desarrollo e Integración Financieras de México" En: (Alicia Girón, Edgar Ortiz y Eugenia Correa, Eds.) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, México, DF, Siglo XXI, UNAM
- Ortiz, Edgar and Noel Nava (1994) "Efficiency and Privatization of Comercial Banking in Mexico" Proceedings. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association, 1994

- Ortiz, Edgar and Alfred Lewis (1997) "Contestable Markets and the Mexican Banking Sector in the Context of NAFTA" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) **The global Structure of Financial Markets. An Overview**, Rutledge, London, 1997
- Ortiz, Guillermo (1983) "Dollarization in Mexico: Causes and Consequences" En: (P. Aspe Armella, R. Dornbush and M. Obstfeld, Eds.) **Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries**, The University of Chicago Press, Chicago, 1983
- Ortiz Martínez, G. (1994) **La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria**, F.C.E., México, 1994
- Palencia Gómez, José Ramón (1991) "Evolución del sistema financiero mexicano hacia la banca universal" En: Monetaria, enero-marzo de 1991
- Peñalosa Webb, Tomás (1992) "Aspectos centrales de la banca mexicana, 1982-1990" En: Comercio Exterior, Vol. 42, #2, febrero de 1992
- Ramírez de la O, R. (1996) "La crisis del peso mexicano y la recesión de 1994-1995: previsible entonces, evitable en el futuro?" En: (Roett, R., Comp.) **La crisis del peso mexicano. Perspectivas internacionales**, F.C.E./ Ec. Latinoamericana, México, 1996
- Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. En: Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 1989
- Rodríguez, Federico y Javier Salas (1990) "Estructura y funcionamiento del mercado de crédito interbancario en México" En: El Trimestre Económico, FCE, México
- Roett, Riordan (Comp.) (1996) **La crisis del peso mexicano. Perspectivas Internacionales**, Fondo de Cultura Económica / Economía Latinoamericana, México, 1996
- Rubio, L. y A. de Remes (1992) **Como va afectar a México el Tratado de Libre Comercio?**, Fondo de Cultura Económica, México, 1992
- Ruiz Durán, Clemente (1995) "Financiamiento para el desarrollo" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 20-28
- Salinas de Gortari, Carlos (1992) "La nueva agenda económica" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 953-955
- SHCP, **El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988**, noviembre de 1988
- SHCP, "Ley de Títulos y Operaciones de Crédito. Sistema de Supervisión del Sistema Financiero" En: El Mercado de Valores, Año LII, junio de 1992, #11
- SHCP, **Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994**
- Suavé, Pierre and Brenda Gonzalez-Hermosillo (1993) **Financial Services and the North American Free Trade Agreement: Implications for Canadian Financial Institutions**, Bank of Canada, Ottawa, 1993
- Trigueros, M. (1992) "El Sistema Financiero Mexicano" Mimeo, ITAM, 1992
- Vega Cánovas, Gustavo (Coord.) (1993) **Liberación económica y libre comercio en América del Norte**, El Colegio de México, México, 1993
- Vidal, Gregorio (1994) "Reforma económica, mecanismos de financiamiento y procesos de inversión" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1083-1092
- Werner, Martín (1994) "La banca de desarrollo, 1988-1994: balance y perspectivas" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1054-1067

SÉPTIMO CAPITULO
LOS CAMBIOS DE LOS PATRONES DE FINANCIAMIENTO
Y DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS
EN EL PERIODO 1970-1993, RELACIÓN CON EL CRECIMIENTO
ECONÓMICO Y ALGUNOS ESCENARIOS EN EL MARCO DEL
TRATADO DE LIBRE COMERCIO DE AMÉRICA DEL NORTE (TLCAN)

I. INTRODUCCIÓN

En la economía internacional contemporánea los países en el mundo están formando grandes bloques de comercio regional. La Unión Europea, la Cuenca del Pacífico y el Área de Libre Comercio de Norteamérica ejemplifican esta tendencia. Los países forman estos bloques para elevar su competitividad a nivel global. (Alvarez, 1994B, p. 902). México forma parte del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), donde sus socios comerciales son los Estados Unidos y el Canadá.¹ Este acuerdo acelerará el proceso de integración entre los Estados Unidos y México y además iniciará la integración entre México y Canadá (ibid.).

Es muy importante la posibilidad que abre el TLCAN a las instituciones financieras de Estados Unidos y Canadá para penetrar al mercado mexicano. Su presencia puede aumentar la competencia en el sector financiero elevando la eficiencia y bajando los márgenes financieros.² Sin embargo, el éxito de la aplicación de estas políticas dependerá de la capacidad de los intermediarios financieros mexicanos a competir con las instituciones extranjeras. En el caso contrario, podría afectarse el crecimiento económico mediante el reestablecimiento de políticas proteccionistas y regulaciones a favor de las instituciones financieras nacionales (Ortiz y Lewis, 1997, p.230).

Este capítulo tiene dos objetivos muy relacionados. En primer lugar, hacer una recapitulación de los cambios en los patrones de financiamiento y del papel de los intermediarios financieros no bancarios en la economía mexicana a lo largo del período 1970-1993, mismos que fueron detectados en los cuatro capítulos anteriores, y analizarlos aquí de forma comparada y sintetizada, y en segundo lugar, presentar algunos desarrollos importantes que se esperan en el sistema financiero y en los intermediarios financieros no monetarios a la luz de la apertura mexicana en marco del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica.

El capítulo está dividido en tres partes después de esta introducción. La segunda y la tercera parte se dedican a los dos objetivos arriba expuestos. La cuarta parte presenta una breve síntesis del proceso.

¹ Además del TLCAN México ha firmado tratados de libre comercio con Chile, Costa Rica, Bolivia, Colombia y Venezuela, y está negociando un Tratado de Asociación con la Unión Europea. Sin embargo, éstos no tienen por el momento mayor impacto en el ámbito financiero del nuestro país. Por lo tanto, la discusión del octavo capítulo se refiere únicamente al TLCAN, y a éste me refiero también en los casos cuando utilizo TLC.

² Los márgenes son demasiado alto precisamente debido a la falta de competitividad. México tiene los más altos márgenes de interés neto: 6.2% en promedio, comparado con EE.UU.: 3.5%, Canadá: 3.2%, España: 2.3% y Japón: 1.2% (Datos de CNV y OCDE)

II. CAMBIOS DE PATRONES DE FINANCIAMIENTO Y DEL PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN LA ECONOMÍA MEXICANA (1970-1994)

De los análisis de las tres etapas bien diferenciadas en el desarrollo financiero de México: el período de represión financiera, 1970-1982; el período de transición hacia la liberalización financiera, 1982-1988; y el período de liberalización financiera, 1988-1994 se derivan claramente los cambios en los patrones de financiamiento a largo plazo en México de 1970 a 1994, así como la comprobación de los cinco hipótesis formuladas en la introducción:

(i) El comportamiento del sistema financiero en general y de los intermediarios financieros no bancarios en particular guarda una relación estrecha con el crecimiento económico, mediante su participación en la captación de ahorro interno y recursos financieros externos, así como mediante la canalización de los recursos hacia los sectores gubernamental y privado;

(ii) El comportamiento de los intermediarios financieros incluyendo los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales y privados presenta patrones diferentes para los subperíodos 1970-1982 de "represión financiera", 1982-1988 de transición hacia la liberalización financiera y 1989-1993 de liberalización financiera;

(iii) Aunque los bancos comerciales mantienen una participación mayoritaria en las finanzas de México, los créditos bancarios han perdido importancia relativa en la captación de ahorro y canalización de recursos financieros, y en cambio se ha incrementado la contribución de los intermediarios financieros no bancarios en estas actividades, que son la base del crecimiento económico.

(iv) Durante el período 1982-1988 el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios disminuye temporalmente la dependencia del financiamiento externo, suaviza con esto los efectos de la crisis, y ayuda a poner bases para la reestructuración económica que termina con el modelo de sustitución de importaciones e inicia la apertura de la economía mexicana.

(v) Por una desarticulación estructural entre sector financiero y sector productivo en México el incremento de la cantidad de recursos financieros captados por bancos y/o intermediarios no bancarios no se traduce en aumento de la inversión productiva y fomento del crecimiento económico.

Durante el período analizado resalta que independientemente de la orientación general de las políticas económicas una estrategia financiera adecuada, al generar mayor desarrollo del mercado financiero, puede contribuir al crecimiento económico, mientras que una estrategia financiera inadecuada puede ser la causa de un escaso desarrollo del sistema financiero e, inclusive, desestimular el crecimiento económico, de acuerdo con lo postulado en la primera hipótesis.

La política de favorecer la formación de capital manteniendo bajas las tasas de interés nominales y expandiendo el crédito bancario, tuvo como efecto principal, en el mediano y largo plazo, el aceleramiento de la inflación. El incremento de la tasa inflacionaria, junto con las bajas tasas de interés en términos nominales, deprimió las tasas de interés reales (llevándolas incluso a negativas) y esto redujo los ahorros en términos reales, canalizado por el sistema financiero, dando por resultado un monto

menor de crédito real disponible para la inversión. En tales condiciones es ante todo la empresa pequeña y mediana que queda al margen del financiamiento.

En el período de restricción financiera, la expansión acelerada de los agregados financieros en términos nominales, sin el crecimiento correspondiente de los valores reales, que no están bajo el control directo de las autoridades financieras, se refleja en fuertes presiones inflacionarias y una mayor incertidumbre y, por ende, en una baja en el ritmo de crecimiento de los flujos financieros en términos reales, lo que lleva a disminución en el ritmo del crecimiento de la inversión como en el del crecimiento económico. La misma tendencia lamentablemente persiste durante el período de transición hacia la liberalización financiera, puesto que junto con ciertos elementos de liberalización siguen existiendo varios rasgos de represión financiera.

La aceleración de la preferencia del público inversionista por instrumentos financieros altamente líquidos hace disminuir la participación porcentual de los instrumentos financieros no monetarios en la captación integral e imposibilita al sistema financiero nacional el otorgar préstamos de producción a largo plazo, lo que afecta directamente los ritmos de crecimiento económico confirmando la primera hipótesis de esta tesis. El aceleramiento de la inflación y las expectativas devaluatorias provocaron una creciente dolarización de los pasivos del sistema financiero nacional y una elevada fuga de capitales. Se ve claramente la relación entre la desintermediación financiera y el desaceleramiento económico. El crecimiento del Producto Interno Bruto disminuye de 8.5% en 1972 a 4.2% en 1976.³

Como consecuencia de las políticas monetaria y crediticia: en primer lugar, se diseñan de nuevos instrumentos financieros a plazos más largos y con tasas de interés más altas (depósitos a plazo) para aumentar el ahorro interno; en segundo lugar, el encaje legal aumenta sostenidamente a lo largo de 1973-1976, para llegar de 37% a cerca de 100% en algunos casos; en tercer lugar, se aumenta la presión inflacionaria teniendo la base monetaria un crecimiento de 25% anual promedio durante el período; y, en cuarto lugar, se recurre cada vez más al endeudamiento externo mediante créditos bancarios. Una parte importante de los recursos que aflúan desde el exterior se canalizó a través de los intermediarios no monetarios gubernamentales.

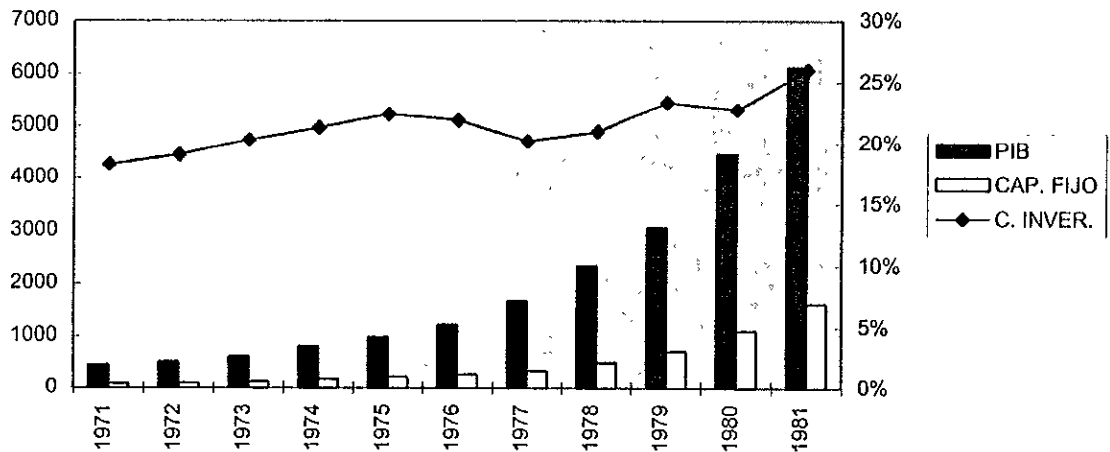
Se invierten las tendencias de canalización del financiamiento, de acuerdo con la segunda hipótesis de esta tesis, quedándose el sector gubernamental con la mayor parte del financiamiento.⁴

Como muestra la *Gráfica 14* las tasas de inversión aumentan significativamente (19 a 25% del PIB de 1973 a 1981) en comparación con el ahorro (de 24 a 29% del PIB para el mismo lapso), debiéndose esto a los elevados flujos de fondos provenientes del exterior. A pesar del alto volumen de los fondos externos existe una relación directa entre la captación de ahorro interno y la inversión productiva confirmando lo postulado en la primera hipótesis. El crecimiento económico aumenta en este período de 3.4 a 9.2%.

³ Para evitar redundancias y agudizar el estilo, en este capítulo no se repiten las fuentes de información estadística en que se basaron los estudios de los cuatro capítulos anteriores.

⁴ Mientras que en 1972 el sector gubernamental absorbía 36.5% del total otorgado por el sistema financiero, y el sector privado 65.5%, para 1976 el sector gubernamental recibe 71.3% y el privado sólo 28.7%.

COEFICIENTE DE INVERSION (1971-1981)



Gráfica 14

La participación de los intermediarios financieros no monetarios gubernamentales en el total de obligaciones clasificadas del sistema financiero consolidado aumenta de 31% en 1971 a 45% en 1976, mientras que la participación de la banca comercial disminuye en el mismo período de 60.5% a 44%, respectivamente, confirmando la tercera hipótesis de la presente tesis.

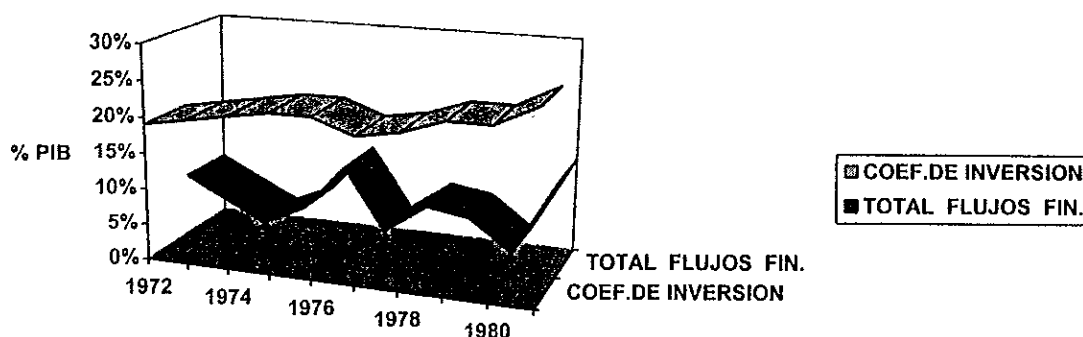
En los años 1976-1982 como resultado del fuerte flujo de divisas a la economía, tanto por mayores exportaciones de petróleo, como por un mayor endeudamiento, público y privado, el tipo real de cambio tendió a apreciarse, lo cual implicaba una reducción de las tasas de interés reales. A pesar de las tasas de interés reales negativas, en este período la penetración financiera en la economía marcó cierto aumento, explicándose esto por el efecto riqueza que representó para la economía el petróleo y las consecuentes altas tasas de ingreso real, que se tradujeron en una mayor demanda de activos financieros por parte del público.

En la década de los setenta, no obstante el mayor crecimiento del PIB (sobre todo en la segunda mitad) se mantuvieron las modalidades de reproducción de la economía, acentuándose la participación de ciertos agentes económicos. No se replantearon las relaciones con el exterior en materia comercial y continuó la protección a las actividades económicas. Los precios internos crecieron con mayor velocidad, pero sin ajustes algunos en su estructura, excepto los precios de los bienes producidos en las industrias paraestatales. La inversión recayó con mayor fuerza en el sector público. El saldo del decenio de los setenta y hasta 1982 fue, entre otros, un crecimiento que no modificó la matriz industrial del país. Se mantuvo un rezago relativo en la producción de bienes de capital, sobre todo frente a la demanda que implicaba un crecimiento de más de 6% del PIB. La expansión del capital privado se dio ante todo, en ramas y actividades que no modificaron la estructura industrial, confirmando la quinta hipótesis de esta tesis. Se utilizó gran cantidad de recursos para financiar compras de activos en operación o

ampliar la capacidad de producción en las actividades donde ya participaban los grupos. El mayor esfuerzo de inversión en el sector de bienes de capital, y ante todo en sector petrolero primario, correspondió al gobierno.

Además las inversiones no descansaban sobre medios endógenos para generar recursos en moneda extranjera, sino se basaban en un rápido endeudamiento con la banca privada extranjera, siendo esto válido también para los intermediarios no monetarios gubernamentales. Como se puede apreciar en la *Gráfica 15*, persiste durante el período una disociación entre total de flujos financieros y el coeficiente de inversión⁵ en la economía nacional.

**Variación comparada de flujos financieros y coeficiente de inversión
(1972-1981)**



Gráfica 15

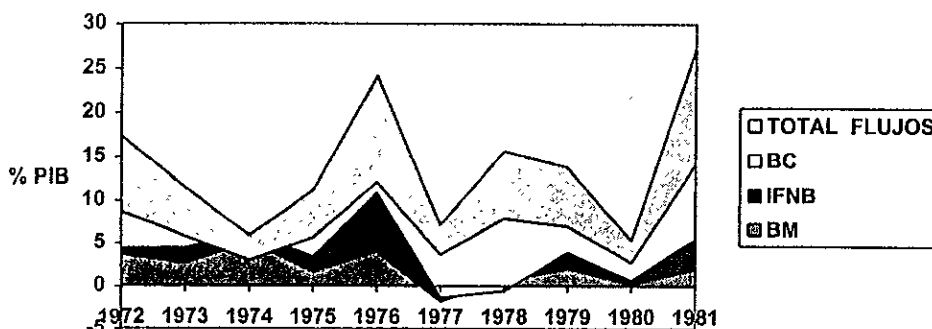
A pesar de la cierta recuperación económica en 1977-1979, en 1980-1981 las tendencias se revierten y en 1982 estalló la crisis provocada por la caída de los precios del petróleo y la falta de flujos de crédito externo, la que mostró la disfuncionalidad del sistema financiero nacional⁶ de acuerdo con la primera y quinta hipótesis. El crecimiento económico disminuye de 9.2% en 1979 a 7.9% en 1981 y se vuelve negativo en 1982 (-0.55%).

En cuanto al comportamiento de los flujos de fondos nacionales, como muestra la *Gráfica 16*, observamos fluctuaciones bien definidas que corresponden con las crisis a nivel internacional (1973, 1979) y con las crisis nacionales (1976). Este movimiento cíclico confirma lo postulado en la primera hipótesis sobre la gran interdependencia entre el sector financiero y sector real de la economía nacional. Por otro lado, podemos sacar la conclusión de la fuerte dependencia del sistema financiero mexicano de los desarrollos en la economía y finanzas internacionales.

⁵ El coeficiente de inversión se calcula como formación de capital fijo y Producto Interno Bruto.

⁶ Mostrando además lo perjudicial para una economía nacional depender casi exclusivamente de un renglón de exportación (en este caso el petróleo).

Comportamiento cíclico en los flujos de fondos (1972-1981)

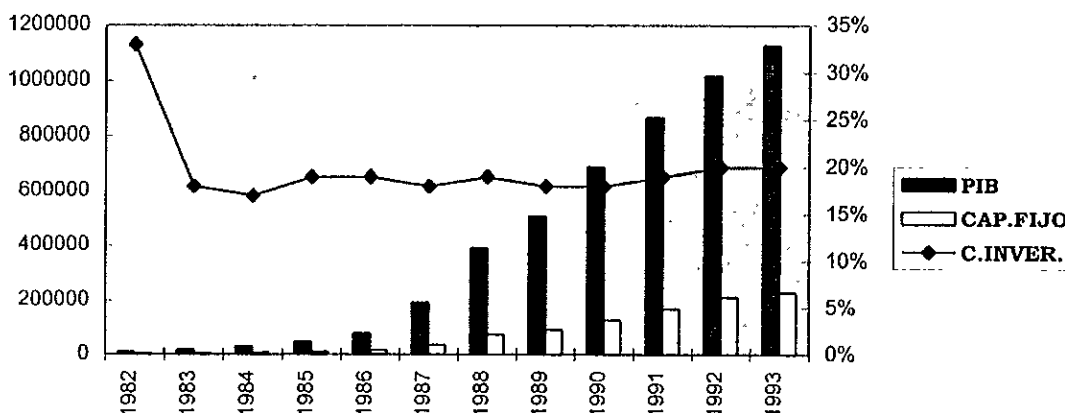


Gráfica 16

Durante el período 1982-1988, persistieron diversos problemas, destacando la política de tasas de interés y la política de encaje legal. Por lo que respecta a las tasas pasivas de interés, éstas siguieron siendo determinadas exógenamente, aunque con mayor flexibilidad que en el período anterior. Sin embargo, se siguió otorgando un premio al ahorro a corto plazo, permaneciendo los fondos financieros sumamente líquidos. La inflación empezó a elevarse, incidiendo en la tasa de interés a la que el público estaba dispuesto a ahorrar en el sector financiero. La desintermediación bancaria se vio alimentada por el hecho que muchos ahorradores decidían colocar sus fondos en cuentas de dólares fuera del país. Todo este escenario se asemeja fuertemente a los escenarios tradicionales de la época de restricción financiera. Sin embargo, en este período se refuerza el papel de los intermediarios financieros no bancarios lo que provoca cambios importantes en ciertos campos económicos.

La contracción del gasto presupuestal fue un factor importante para la liberación del sistema financiero, ya que al reducirse los requerimientos del sector público, el sistema bancario pudo canalizar un mayor volumen a la inversión privada. Lamentablemente, confirmando la quinta hipótesis, la mayor parte de los créditos otorgados al sector privado fueron reciclados al mercado de dinero y no se destinaron a la inversión productiva. Como se puede apreciar en la Gráfica 17, ésta última descende de 27% del PIB en 1981 a 18% en 1987. A pesar de la fuerte influencia de fondos extranjeros a la economía, los valores máximos del coeficiente de inversión no alcanzan a los registrados durante el período anterior.

COEFICIENTE DE INVERSION (1982-1993)



Gráfica 17

Debido a estos factores, tal y como lo postula la tercera hipótesis, durante el período 1982-1988, la banca estaba perdiendo competitividad en los mercados financieros y su función era suplida rápidamente por intermediarios no bancarios que, ante escenarios de alta inflación, satisfacían la necesidad de tasas de interés competitivas y alta liquidez. A partir de 1983 se inicia la transferencia de recursos, desde los instrumentos tradicionales a instrumentos del mercado de dinero operados por las casas de bolsa.⁷ De acuerdo con la tercera hipótesis, se da un desplazamiento de la captación de ahorro privado de las instituciones bancarias hacia las no bancarias privadas que ofrecen al público inversionista mayores rendimientos y más atractivos instrumentos financieros. Destaca el aumento en la captación de ahorro por parte de los intermediarios no bancarios privados y su contribución en la compra de valores gubernamentales.⁸

La tercera hipótesis se confirma además por el hecho que los flujos anuales de financiamiento del sector privado canalizados por la banca comercial disminuyen en términos relativos llegando a 43% del total de usos de fondos clasificados en 1988, comparado con 65% en 1983.

Conforme avanzaron la década de los ochenta y la reforma económica y financiera, las corporaciones privadas nacionales modificaron su estructura y sus inversiones. Varios grupos se desarticulaban, otros se redimensionaron y concentraron sus inversiones en ciertos campos. Siempre estuvo presente el replanteamiento de dos relaciones claves: con el capital extranjero, principalmente estadounidense, y con el Estado, no sólo en cuanto las finanzas públicas, sino también en términos de propiedad. Como parte de este proceso se empezó a renegociar la deuda externa, incluida la privada. También se gestaron los términos de la privatización de la banca y, conforme la tercera

⁷ Para agosto de 1983, 4% de la captación total se había transferido al mercado de capitales y 36% a instrumentos del mercado de dinero

⁸ Su participación porcentual aumenta 3 veces durante el período, llegando de 3.2% en 1982 a 9.5% en 1988.

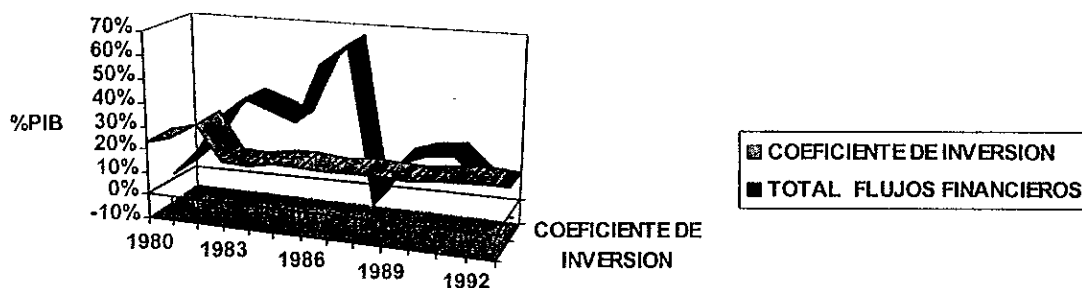
hipótesis, el crecimiento de las casas de bolsa vinculadas al manejo de la creciente deuda pública interna.

La obtención de recursos en el exterior pronto constituyó un punto clave, pues no sólo permitía modificar la planta productiva, sino también participar en la propiedad de las empresas públicas y de los bancos nacionalizados. Los intermediarios no monetarios gubernamentales siguieron teniendo un lugar importante en la captación de fondos financieros del exterior. Los flujos de los recursos externos captados por estas instituciones aumentan cerca de 10 veces durante 1983-1987, superando más de diez veces los flujos que recibe la banca comercial y el Banco de México.

En cuanto los patrones de financiamiento, se presenta reagrupación de los circuitos financieros con una modificación bien determinada en cuanto a la canalización de recursos hacia los sectores gubernamental y privado, siendo el primero el que recibe la mayor cantidad de recursos en detrimento al segundo. Confirmando la segunda hipótesis del estudio, se observa que en 1983 el sector público y el privado han participado con porcentajes iguales del PIB en la canalización de fondos financieros (6.2 y 6.1%, respectivamente), mientras que en 1986, el sector público recibe dos veces más fondos que el privado (8.4 y 4.3% del PIB, respectivamente).

La captación de fondos desde el sector privado muestra una tendencia ascendente durante 1983-1988 llegando de 8.5% del PIB en 1981 a 14.2% en 1987. Sin embargo, aunque se registra mayor captación de recursos que durante el período anterior (1972-1981), como muestra la *Gráfica 18*, esto no ha reflejado sobre la inversión, mientras que en el período anterior hubo inversión sin una captación adecuada (debido al endeudamiento excesivo con la banca privada internacional), lo que una vez más confirma la desarticulación entre el sistema financiero y sector productivo, de acuerdo con la quinta hipótesis. Se nota un descenso importante de la inversión gubernamental que no se contrarresta por la inversión privada, creándose un circuito especulativo.

**Variación comparada de flujos financieros y coeficiente de inversión
(1980-1992)**



Gráfica 18

Sin embargo, en 1987 se había producido una gran concentración del débito interno, sustituyendo en importancia, durante 1983-1988, los acreedores internos a los externos: la banca múltiple poseía 6%, el Banco de México 30% y el sector privado nacional 62% (Basave Kunhardt, 1994, p. 1104). De acuerdo con la cuarta hipótesis de esta tesis, se puede sostener que el aumento del papel de los intermediarios financieros no bancarios durante este período si bien llevó a un crecimiento económico, ayudó a amortiguar la crisis mediante el financiamiento del déficit público, permitiendo reducir (por lo menos temporalmente) la dependencia de la economía de los créditos externos. Además, los intermediarios no monetarios sirvieron de contrapeso en los momentos de liquidez excesiva de la banca comercial.

Los graves problemas que enfrentó la economía mexicana en los ochenta y los cambios profundos a nivel mundial hicieron necesarias las reformas en la economía mexicana con el propósito de integrarse a la economía mundial globalizada y para tener acceso al financiamiento indispensable para su desarrollo sostenido. Uno de los sectores que necesitaba de reformas urgentes era el sistema financiero por su importancia para el funcionamiento adecuado y el crecimiento de la economía real (Ortiz y Nava, 1994).

Unos de los principales propósitos en estas reformas eran reconocer y regular accesos a los nuevos intermediarios y instrumentos; fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de las economías de escala, y promover una mejor cobertura de mercados y mayor competencia entre los intermediarios. El hecho que para septiembre de 1993 el total de la deuda pública interna estaba denominada en valores gubernamentales (es decir sin recurrir al financiamiento bancario) indica que el desarrollo del mercado de estos títulos no solamente contribuyó para el financiamiento del gobierno, sino que también jugó un papel relevante en la desregulación del sistema financiero, de acuerdo con la primera hipótesis de la tesis.

Durante el período 1989-1992, se refuerzan las medidas de liberalización del sistema financiero, y se lleva al cabo la reprivatización de la banca comercial,⁹ así como la consolidación de la banca múltiple.¹⁰ De acuerdo con la segunda hipótesis de la tesis, esto refleja en la creación de un nuevo circuito financiero que canaliza los recursos financieros en primer lugar hacia el sector privado,¹¹ modificando la tendencia que predomina desde el principio de los años setenta. Sin embargo, tal y como lo postula la quinta hipótesis, éste se centró ante todo en créditos para el consumo de bienes duraderos y créditos hipotecarios. El otorgamiento excesivo de créditos a consumo provocó a continuación el grave problema de la "cartera vencida", que todavía no se supera por la banca comercial.¹²

⁹ La venta de los bancos comerciales se llevó a cabo entre junio de 1991 y julio de 1992. La operación significó para el gobierno en términos netos 36 000 millones de nuevos pesos (12 000 millones de dólares) (Mansell Carstens, 1995).

¹⁰ El proceso de creación de la banca múltiple que empezó en 1974 fue interrumpido por la nacionalización bancaria en 1982.

¹¹ El crédito otorgado por la banca comercial al sector privado aumentó a tasas superiores de 20% a partir de 1988 y marcó un salto espectacular de 64.3% en 1989 (Girón, 1994, p. 1076).

¹² Un excelente estudio sobre la solvencia bancaria en condiciones de liberalización financiera presentan Chavez, Fischer y Ortiz (1996)

Debido a que las grandes empresas nacionales se han financiado en mayor grado en el exterior¹³ (tanto en el mercado de valores, como en la banca transnacional debido a las más bajas tasas de interés), los bancos nacionales han perdido terreno en el financiamiento de los sectores privados no financieros, de acuerdo con la tercera hipótesis de esta tesis. Expresado como porcentaje del PIB, éste ha disminuido de 68.2% del PIB en promedio para 1983-1988 a 44.1% del PIB en promedio para 1988-1993. Esto junto con lo arriba expuesto confirma la tercera hipótesis de este estudio.

Lo anterior ha hecho necesario también que los intermediarios financieros operen recursos en moneda extranjera, como único medio para aumentar su participación en el financiamiento de las corporaciones, donde ha crecido la competencia del exterior.

En favor de la tercera hipótesis testifica también el hecho que la participación de los intermediarios no bancarios privados en el total de recursos del sistema financiero aumenta casi tres veces durante el período, llegando a representar 8.3%, comparado con 3% en 1989. Esto se debe tanto a la expansión de las operaciones propias, como a su colaboración con la banca de desarrollo como intermediarios de primer piso y a las políticas de fortalecimiento de estas instituciones emprendidas por los intermediarios no bancarios gubernamentales.

Los intermediarios no monetarios gubernamentales, tienen el papel de corregir en cierto grado las fuerzas de mercado, tanto en lo que respecta a la captación y permanencia de los ahorros de la sociedad como a la canalización selectiva de estos recursos (Maydón Garza, 1994). Se está realizando una reestructuración del funcionamiento de la banca de desarrollo, para orientar su actividad más hacia el sector privado, y dentro de este hacia las empresas que no pueden tener acceso directo al financiamiento de la banca comercial.

Esto cambia rotundamente el papel de la banca de fomento que en períodos anteriores estaba especializada a financiar a las grandes empresas paraestatales y algunos sectores prioritarios, modificando sus actividades hacia el otorgamiento de créditos a las empresas que no pueden disponer de las fuentes de financiamiento tradicionales (y que también son las más vulnerables en momentos de crisis), y de promover la consolidación de los intermediarios financieros no bancarios (muy importantes para movilizar los recursos financieros de grandes capas de la población no atendidas por la banca comercial).

Como parte del amplio programa de liberalización de la economía, el gobierno mexicano emprendió en 1989 medidas orientadas a abrir el mercado de valores a una mayor participación de agentes extranjeros, en consonancia con la tendencia mundial de desregulación de los mercados financieros (Mantey de Anguiano, 1996). La autorización de la inversión extranjera en valores gubernamentales configuró durante este período una tenencia de títulos de deuda pública totalmente diferente a la de fines de los años ochenta. En 1993 ésta fue compuesta de modo siguiente: 44% del Banco de México, 38.9% de extranjeros y sólo 17% del sector privado nacional, lo que muestra una reversión de los logros positivos alcanzados durante el período anterior (la mayor concentración de la deuda gubernamental en manos del sector privado nacional) (Correa, 1994).¹⁴

¹³ Para un análisis completo de la deuda empresarial de México, véase Basave Kunhardt (1996)

¹⁴ La participación de inversionistas extranjeros en el mercado de valores se ha incrementado de 3.2% de la circulación total al inicio de la apertura (1990) a 32.8% en 1992, para llegar a 38.9% en 1993 (Banco de

Es importante que a pesar de la competencia que se ha dado en los últimos años entre los intermediarios financieros, ésta no se ha reflejado en el aumento de la eficiencia o en baja de los márgenes de ganancia de los bancos comerciales.¹⁵ El nuevo sistema financiero que se ha perfilado mantiene en un número limitado de agentes financieros privados, persistiendo el liderazgo de Banamex y Bancomer.¹⁶ Este último se refuerza aún más con la reforma debido que dichos bancos se integraron formalmente en grupos financieros junto con las mayores casas de bolsa del mercado de valores (Garrido y Peñalosa, 1996). La consolidación de los grupos financieros tampoco ha llevado al aumento de la eficiencia y a los esperados efectos de sinergia.

Otra tendencia importante, que acentúa lo postulado en la segunda hipótesis de esta tesis, es la segmentación en el acceso a los mercados financieros del país y los del exterior para las empresas y consumidores, en función de su tamaño y tipo de actividad (ibid.), así como de sus vínculos con las instituciones financieras. Por primera vez, en los últimos años, en 1989, el sector financiero canalizó un flujo de recursos al sector privado (6.3% del PIB) mayor que el destinado al sector público (5.9%). Sin embargo, la banca se dirige ante todo a expandir sus servicios a los segmentos de población urbana de altos ingresos, mediante programas dirigidos a optimizar la atención al cliente, así como a ampliar la relación con intermediarios extranjeros para proporcionar al país novedosos instrumentos de financiamiento (Correa, 1994, p. 1907). En consecuencia, mucha gente de ingresos bajos que alguna vez tuvo cuentas de cheques o de ahorro ya no goza de servicios bancarios (Mansell Carstens, 1995, p.10).

Por último, la entrada de gran cantidad de capital extranjero por vía del mercado de valores lleva a una creciente sobrevaluación de la moneda nacional y, aunado a las políticas de estabilización monetaria, incide negativamente en las tasas de interés reales.

Entre 1988 y 1992 de nuevo disminuye el ahorro privado¹⁷ debido como en los periodos anteriores a la caída de las tasas de interés reales,¹⁸ así como por el aumento de la carga fiscal y la reducción de las transferencias y subsidios por parte del Gobierno debida a las reformas fiscales y a las nuevas modalidades de tributación. Conforme la quinta hipótesis de la tesis, las políticas de saneamiento fiscal y estabilidad monetaria no se tradujeron en políticas fiscales y crediticias flexibles que dinamizacen la esfera productiva (Huerta, 1996).¹⁹ Además, en cuanto al financiamiento de las empresas se nota una tendencia al rezago en la participación de la empresa pequeña y mediana en este financiamiento, lo que confirma la tercera hipótesis. El otorgamiento de crédito, reforzando lo dicho en la quinta hipótesis, no ha respondido a una evaluación de flujos

México, 1994). Sin embargo, hay que señalar que la mayor parte de los recursos captados por el Gobierno Federal en el mercado de valores no se ha destinado a la inversión. La inversión pública ha pasado a representar 3.9% del PIB en 1992 comparado con 10.9% en 1980

¹⁵ Sobre la relación entre la reprivatización bancaria y la eficacia de estas instituciones véase Ortiz y Nava (1994)

¹⁶ Sobre los efectos de la liberalización financiera con oligopolio bancario sobre el ahorro e inversión, véase Mantey de Anguiano (1996B)

¹⁷ De 18.7% a 10.2% del PIB (Ros, 1992), citado por Garrido y Peñalosa (1996)

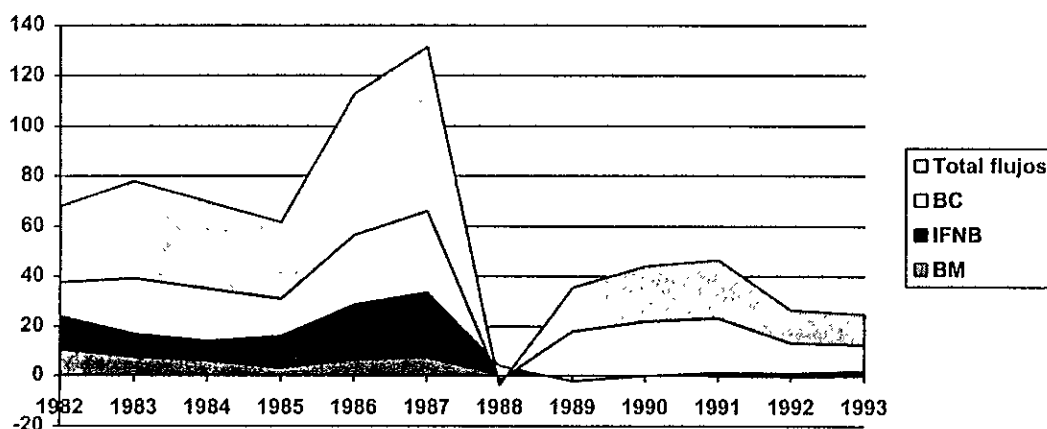
¹⁸ Tendencia provocada por la afluencia masiva de capitales desde el exterior (semejante a 1976-1982)

¹⁹ La brecha entre los flujos de fondos financieros y el coeficiente de inversión se puede apreciar en la Gráfica 18

futuros de las empresas (evaluación de proyectos), sino se ha basado en las garantías que las empresas pueden ofrecer (Ruíz Durán, 1995).²⁰

Y por último, los flujos de fondos siguen presentando, como se puede apreciar en la *Gráfica 19* el mismo comportamiento cíclico como durante los períodos anteriores, confirmando otra vez la relación estrecha entre el sector financiero y el sector económico real, según lo postula la primera hipótesis, y mostrando la persistencia de influencias exógenas sobre el sistema financiero mexicano.

Comportamiento cíclico en los flujos de fondos (1982 - 1993)



Gráfica 19

Sintetizando, el proceso de la liberalización y desregulación financiera en México fue rápido y provocó cambios en los mercados e instituciones financieras nacionales. Como consecuencia del cambio de las políticas de represión financiera hacia las políticas de liberalización y desregulación financiera en México se consolidan los cinco rasgos que caracterizan los recientemente liberalizados y desregulados sectores financieros de los países en vías de desarrollo: 1) Fomento de la intermediación financiera privada, 2) Consolidación de la banca múltiple, 3) Creación de nuevas instituciones financieras, particularmente no bancarias, 4) Crecimiento de operaciones, aumento de la importancia e internacionalización del mercado de valores, 5) Incremento de la participación de los intermediarios financieros extranjeros en los mercados locales²¹. Sin embargo, faltó planear mejor este proceso, realizándose éste además en una economía desbalanceada con lazos insuficientes entre el sector financiero y el sector real (Cabello, 1997).

²⁰ Esta tendencia es válida para todos los países en desarrollo, donde la banca comercial es más corporativa: ha relegado el negocio de menudeo y busca aumentar la captación sin incurrir en riesgos y ofreciendo crédito limitado a la pequeña empresa (Ruíz Durán, 1995, p. 22).

²¹ Para más detalles al respecto véase Ortiz (1996)

III. LOS SERVICIOS FINANCIEROS EN EL TLCAN

Para facilitar el proceso de inserción de México a la globalización industrial y comercial, y acelerar la velocidad de los ajustes para los cambios políticos, hay que asegurarse que las nuevas políticas sean fácilmente comprensibles²² (Gruben et al., 1994). En correspondencia con este principio, las dos estipulaciones más importantes en la parte financiera del TLCAN son relativamente simples: 1) cada país permite a sus residentes la compra de servicios financieros de los otros países miembros del TLCAN;²³ 2) Las subsidiarias financieras extranjeras reciben trato nacional. La primera cláusula implica la promesa de que no reaparecerán restricciones sobre los flujos de capital en México similares a las de fines de 1982, que inhibían la disponibilidad de servicios financieros extranjeros a sus ciudadanos. La segunda cláusula, el trato nacional, significa que las instituciones financieras extranjeras²⁴ estarán sujetas a leyes, reglas y regulaciones comparables²⁵ a las que rigen a las instituciones domésticas en el país receptor.²⁶ México en este caso es el país, para cual la doctrina significa los mayores cambios, puesto que TLC permite a las empresas de servicios financieros de los Estados Unidos y del Canadá a crear en México subsidiarias de su completa propiedad por primera vez en cincuenta años. Este proceso se dará de manera gradual.

²² El TLCAN representa un gran esfuerzo para asegurar transparencia de procedimientos, siendo la transparencia uno de los principios básicos del acuerdo. Cada país miembro del TLCAN se ha comprometido a presentar de manera más clara sus requerimientos para la entrada en sus mercados de servicios financieros, así como proporcionar información sobre las aplicaciones y tomar determinaciones administrativas sobre éstas en 120 días. Se contempla también el derecho de las personas interesadas a comentar las medidas y pedir aclaraciones sobre las medidas en el campo financiero.

²³ Los países miembros del TLCAN han acordado en lo general no incrementar los impedimentos que actualmente existen. Sin embargo, este acuerdo no se lo han concedido los EE.UU. Y Canadá mutuamente, aunque si lo han concedido a México. Existe el acuerdo que los residentes de un país miembro del Tratado pueden comprar servicios financieros de los demás países miembros, pero las transacciones tienen que ser originadas por solicitud del comprador. Las solicitudes por parte de un vendedor en uno de los países miembros hacia un comprador en otro de los países miembros no son parte del acuerdo.

²⁴ El capítulo sobre los servicios financieros del TLCAN tratará más sobre instituciones que sobre productos financieros. O sea, los servicios financieros se tratan según la institución que los presta, y el mismo tipo de servicios pueden ser sujetos a diferentes reglamentos por ser realizados por diferentes categorías de intermediarios financieros.

²⁵ El término "comparables" es importante. Suavé y Gonzalez-Hermosillo (1993) sostienen que el TLC define el principio de régimen nacional más en sentido "de facto" que "de jure". la interpretación "de jure" de este principio supone que se aplican a las empresas extranjeras leyes muy semejantes a los nacionales. La interpretación "de facto" toma en cuenta los efectos desiguales que pudiera ocasionar la aplicación igual de las leyes a las empresas nacionales y extranjeras. Por consiguiente, la interpretación "de facto" puede permitir ciertas diferencias en las leyes y reglamentos aplicados a las empresas extranjeras, "en cuanto sus efectos son equivalentes y no crean para éstas desventajas competitivas en el mercado doméstico"(p. 13)

²⁶ Este postulado contrasta con el de la Comunidad Económica Europea, que permite que las subsidiarias de las instituciones financieras del país A que operan en el país B funcionen según las leyes del país A (y no del país B).

Además, la incursión de intermediarios extranjeros se realizará con apego al marco legal vigente,²⁷ esto es, respetando la estructura y las principales reglas de operación que se aplican a los intermediarios nacionales (Ortiz Martínez, 1994, p. 173).

Aunque las cláusulas principales sobre las instituciones financieras en el TLCAN son simples en su mayoría, a veces están sujetas a algunas complicaciones. Las complicaciones están provocadas no solamente por las diferencias históricas en el desarrollo de las empresas de servicios financieros en cada uno de los países miembros (Mansell Carstens, 1995), tales como bancos o mercados de valores, sino también en el distinto grado de conexión que los distintos países permiten entre estas empresas. A diferencia de Estados Unidos, México permite la existencia de la "banca universal", esquema en el cual, como se indicó anteriormente, bancos, aseguradoras, fondos mutualistas, casas de bolsa, arrendadoras y almacenadoras, pueden ofrecer sus servicios encabezados ya sea por un banco, una casa de bolsa, o por una controladora.²⁸ Como se verá a continuación, tales diferencias entre los miembros del TLCAN, llevan a la creación de algunas cláusulas específicas. Más aún, de acuerdo a las estipulaciones del TLCAN, es importante la estructura legal de los servicios financieros extranjeros en México (Gruben, Welch y Gunter, 1994). Las empresas establecidas en el país tienen que ser subsidiarias antes que sucursales²⁹ de sus propietarios externos. Esto significa que un banco extranjero legalmente establecido en México tendrá su propio consejo de directores, aunque sea propiedad de una empresa estadounidense o canadiense.

El TLCAN especifica fases paulatinas de su liberalización financiera. México permitirá a los bancos comerciales, casas de bolsa, compañías aseguradoras y financieras de los Estados Unidos y del Canadá, un acceso libre sólo después de un período de transición de seis años (comenzando en 1994). Durante este período se imponen límites de mercado (Ortiz Martínez, 1994). Por ejemplo, el capital de los filiales de aseguradoras extranjeras no puede exceder 6% del capital agregado de total las aseguradoras en México durante el primer año del período de transición, pero esta parte aumenta a 12% para el Enero de 1999 y a 100% para el año 2000.³⁰

De modo similar, en el transcurso de 1994, el capital controlado por inversionistas extranjeros en un banco mexicano no puede exceder 1.5% del capital agregado de todos los bancos nacionales. El límite máximo a la participación extranjera agregada en el mercado bancario se incrementará gradualmente de 8 a 15%.

Pero aún después de este período de transición, la caracterización del trato nacional dentro del TLCAN está limitada. México todavía podrá tratar a las subsidiarias

²⁷ El marco legal para la incursión de los intermediarios extranjeros se especifica en el Capítulo XXIV del TLCAN, Art. 1401-1406.

²⁸ Una reciente iniciativa en EE.UU. pretende eliminar de manera definitiva las llamadas murallas bancarias: la Ley Glass Stegall y la Ley McFadden. La primera prohíbe la fusión de la banca comercial y la banca de inversión; la segunda prohíbe la banca interestatal (Gutiérrez, 1991, p. 30).

²⁹ Es pertinente especificar que la figura jurídica "sucursal" corresponde a las leyes de EE.UU. y la figura jurídica "subsidiaria" corresponde a las leyes de México.

³⁰ El TLC permite también que las aseguradoras extranjeras entren a México a través de adquisición de acciones en una aseguradora nacional existente o nueva. Bajo esta modalidad la parte de las acciones con derecho a voto en posesión de extranjeros está sujeta a limitaciones que se revelan a lo largo del período de transición.

estadounidenses y canadienses de manera algo diferente que a las empresas nacionales (Gavito y Trigueros, 1994). Por ejemplo, consideremos el sistema bancario mexicano. Cada uno de los mayores bancos, Banamex y Bancomer, cuenta con más de 25% del capital total bancario en el país. Los dos juntos representan cerca de 56% de la capitalización bancaria de México. Sin embargo, aún después del período de transición para los bancos, ningún grupo de EE.UU. o Canadá podrá adquirir una institución que representa más de 4% del capital agregado de todos los bancos comerciales en México. Además, una vez terminado el sexenio de transición, el gobierno mexicano dispone de una opción única de congelar *temporalmente* el nivel de capital en todos los bancos extranjeros procedentes de Estados Unidos y Canadá, en caso que este capital llega a 25% del total capital bancario en México.³¹

Los Estados Unidos por su lado, también imponen explícitamente las restricciones sobre las actividades de las instituciones financieras de los países miembros del TLCAN, dentro de su territorio (Garrido y Peñalosa, 1996). Algunas de estas restricciones reflejan las diferencias entre las instituciones financieras mexicanas y estadounidenses. EE.UU. permite a los grupos financieros mexicanos, que han adquirido antes de que entre en vigor el TLCAN, un banco con operaciones en Estados Unidos, a que operen también con su casa de bolsa durante un período de 5 años después de dicha adquisición. Las organizaciones nacionales afiliadas a las aseguradoras estadounidenses, sin embargo no tienen permiso a expandirse mediante adquisición. Aún más, Estados Unidos requieren que la mayoría de los directores de la subsidiaria del banco sean ciudadanos norteamericanos (Gruben, Welch y Gunter, 1994).

En lo que se refiere a comenzar operaciones en México, uno de los atractivos del TLC para las compañías canadienses y estadounidenses es la oportunidad de realizar operaciones denominadas en pesos en vez de en dólares, y acumulando obligaciones en pesos respaldar a los recursos denominados en esta moneda.³² También es importante la amplitud de las oportunidades ofrecidas por el TLC. Por ejemplo, el TLC significa que las compañías financieras pueden establecer subsidiarias para ofrecer préstamos al consumidor, créditos comerciales o tarjetas de crédito (Gavito y Trigueros, 1994).

Durante el período de transición, tales operaciones están sujetas a la restricción de no poder exceder en conjunto 3% de la suma de los recursos agregados de todos los bancos mexicanos, más el agregado de todos los tipos de instituciones financieras mexicanas. Después del período de transición, tales empresas reciben un trato puramente nacional. Inclusive dentro del período de transición, algunos tipos de financiamiento autorelacionado no están sujetos a las restricciones que enfrentan las demás operaciones financieras (Chant, 1994). Como consecuencia, varias casas de bolsa estadounidenses han empezado a manifestar interés y planear sus actividades de fusiones y adquisiciones en el territorio mexicano, así como a traer swaps y opciones al mercado financiero nacional.

³¹ La congelación puede durar solamente tres años. El TLCAN contempla una opción similar para las aseguradoras, pero en este caso el porcentaje de capital agregado que hace válida la opción es de 30%.

³² Las operaciones en pesos de las instituciones financieras de EE.UU. y Canadá tienen que estar localizadas en México, puesto que la comercialización del peso fuera del país está prohibida.

IV. IMPORTANCIA DE LA ENTRADA DE INSTITUCIONES FINANCIERAS NORTEAMERICANAS PARA MÉXICO

Para determinar si existe interés por parte de las instituciones financieras norteamericanas para establecer operaciones en México dentro del marco del TLC, hay que examinar las especificidades del sistema bancario mexicano. El sistema bancario nacional tiene ganancias muy altas, está altamente concentrado, no es muy competitivo, es de baja eficiencia. Además no tiene tanta orientación hacia la mercadotecnia como los sistemas bancarios de algunos países desarrollados (Gruben et al., 1994).

Los bancos mexicanos rinden ganancias más altas que los bancos estadounidenses. En 1992, la rentabilidad neta de los recursos fue de cerca 1.45% para la banca nacional versus 0.91% para la banca estadounidense. La rentabilidad sobre los recursos promedio en 1991 fue 1.09% en México, comparado con 0.53% para los EE.UU, 0.41% para Europa Occidental, 0.19% para Japón y 1.11% para España (Swary y Topf, 1995).

Cuando empezó la reprivatización de la banca en 1991, varios observadores estuvieron sorprendidos por los altos precios de venta de los bancos mexicanos que variaban entre 2.6 a 5.4 veces del valor de los libros. Las expectativas de ganancias futuras ayudan a explicar estos precios. Aún más, se suponía que la privatización de la banca llevaría a una mayor competencia entre las instituciones bancarias (Chant, 1994), lo que se reflejara en tasas de interés más altas pagadas sobre los depósitos y tasas de interés más bajas en las operaciones activas.

Sin embargo, en vez de disminuir, la brecha entre las tasas de interés pagadas y cobradas por los bancos, aumentó. Durante 1992, cuando la inflación había declinado considerablemente en comparación con 1990, esta brecha fluctuaba entre 7.57% y 10.69%³³

El sistema bancario nacional actualmente está altamente concentrado, particularmente en comparación con el sistema bancario estadounidense. A mediados de 1992, los tres mayores bancos comerciales³⁴ disponían de cerca 3/5 partes del total de recursos bancarios. Comparativamente, a fines de 1992, los tres mayores bancos estadounidenses, disponían de cerca de 1/7 parte del total de los recursos bancarios de EE.UU (Swary y Topf, 1995). Respecto a la importancia relativa del primer banco de cada uno de los miembros del TLCAN, el Banamex representa 31.5%, el Royal Bank of Canada 24.2% y el Citibank 21.2% (Girón, 1995, p. 267).³⁵ El nivel de competencia que implica tal concentración en ausencia de mercados no bancarios desarrollados para la

³³ Las brechas entre las tasas de interés activas y pasivas es probable que se mantengan todavía por lo menos dos años, debido a que los bancos expanden sus operaciones hacia el crédito al consumidor y tarjetas de crédito para grupos de ingresos medios y medios bajos y tales operaciones normalmente tienen alta diferencia entre las tasas de interés.

³⁴ Entre 20 bancos en total (incluyendo Citibank y el Banco Obrero).

³⁵ Para más detalles sobre la comparación de los sistemas bancarios de los tres miembros del TLC, véase Girón (1995).

deuda privada, como es el caso de México, puede explicar la persistencia de la brecha entre las tasas de interés activas y pasivas.³⁶

Además, algunos indicadores sugieren que la banca mexicana parece no operar muy eficientemente (Rubio y De Remes, 1992), por lo menos según los estándares normalmente aplicados. En 1991, la razón de los costos de operación sin interés a los recursos fue de 5.9% en la banca mexicana versus 3.7% en la banca estadounidense.³⁷

Existe también evidencia que los bancos mexicanos no prestan atención a la extensión del mercado³⁸ como lo hacen los bancos en los Estados Unidos y Europa. En 1991, en México había un filial bancario para alrededor de 18 mil habitantes, mientras que en EE.UU. había un filial para cada 4 mil personas, y en Europa cerca de uno para cada 2 mil personas.³⁹ Sin embargo, así como para el caso de las otras características bancarias, puede ser que el tiempo no haya permitido que el comportamiento bancario refleje completamente el impacto de la privatización.⁴⁰

Aunque estos factores sugieren que México puede atraer capital estadounidense en el marco del TLCAN, es importante acentuar que el sistema financiero mexicano puede ser todo lo demás, pero nunca ha sido estático (Gruben, Welch y Gunter, 1994). Las circunstancias reflejadas en las estadísticas presentadas probablemente no persistirán.

Hay que tener en vista que la primera reprivatización ocurrió en Junio de 1992 y la última en Noviembre de 1993. Hay muchas razones para suponer que con anterioridad a la crisis de 1994 el tiempo fue insuficiente para todos los bancos para que completen su transición de una entidad pública a una entidad privada. En un estudio sobre la adquisición de bancos por compañías holding en los Estados Unidos, Johnson y Meinster (1975) muestran que las razones del ingreso y del balance general de los bancos adquiridos no empiezan a presentar estadísticamente mayores diferencias hasta después de dos años de la nueva propiedad. Aún más, el impacto completo del cambio en el manejo no aparece claramente hasta cuatro años después de la adquisición (Johnson y Meister, 1975).⁴¹

Mientras que en 1988 había 18 bancos comerciales, a la fecha se han autorizado 36 más, incluyendo 18 extranjeros; el total asciende en la actualidad a 54 (Aspe, 1994, p.

³⁶ La concentración por si misma no tiene que implicar falta de competitividad. Shaffer (1992) reporta que el sistema bancario canadiense, que es comparable al mexicano por su concentración del mercado, todavía se mantiene competitivo. La diferencia histórica consiste en que la banca canadiense procura ofrecer servicios financieros que se demandan en el mercado. Otra diferencia consiste en el mayor desarrollo de los mercados de valores para la deuda privada en Canadá, que compiten fuertemente con los bancos.

³⁷ Para más datos sobre las comparaciones internacionales entre las razones financieras de los países miembros del TLCAN véase Gavito Mohar, Sánchez García y Trigueros Legarreta (1992)

³⁸ Más sobre este asunto se puede encontrar en Mansell Carstens (1993).

³⁹ Como ya fue indicado en la primera sección de este capítulo, la banca comercial no atiende debidamente ciertos grupos de ahorradores, así como ciertas regiones del país, mismos que por la creciente desigualdad de distribución de ingreso en México no le pueden proporcionar altos márgenes de ganancia.

⁴⁰ Además este impacto se distorsionó por la crisis que estalló a fines de 1994.

⁴¹ Sin embargo, aunque todavía no se pueden calcular los efectos de la reprivatización bancaria sobre la eficacia de los bancos, se puede observar claramente que se cometieron graves errores en el manejo de estas instituciones, como el alza exagerado de las tasas de interés activas y falta de análisis adecuado de los créditos, lo que incidió directamente en el aumento de la cartera vencida y la fragilidad del sistema bancario. La cartera vencida respecto a la total se incrementó 7.55% de 1989 a 1993 (Girón, 1994).

1045). El período de seis años de la entrada en vigor de la disposición del TLCAN para que exista una oportunidad completa para el establecimiento de bancos de EE.UU. y Canadá en el mercado doméstico probablemente traerá cambios profundos en el sistema financiero mexicano, aún en ausencia de agentes extranjeros.⁴²

Además de la naturaleza rápidamente cambiante de las instituciones y mercados financieros, hay otros factores que también influirán sobre la intensidad y rapidez de la entrada de instituciones canadienses y estadounidenses al mercado mexicano. En cuanto que debido "al ingreso creciente se espera que incremente la demanda por servicios bancarios por parte de los particulares, la mayor parte de cuales viven fuera de las grandes ciudades y actualmente no están relacionados con bancos"(Laderman y Moreno, 1992, p.3), los bancos nacionales de todos modos tienen posiciones bien establecidas en el mercado al menudeo, que serían difícilmente alcanzadas por los bancos extranjeros.⁴³

Aunque como se mencionó anteriormente, la concentración de los bancos no siempre inhibe la competitividad, en México se puede decir que tenemos este caso, a pesar de que en el país existen mercados de valores y otras operaciones de intermediarios financieros no bancarios, como factoraje, arrendamiento, etc.

Las innovaciones recientes en el mercado de valores, así como la ampliación de los mercados existentes, sugieren que el papel de los servicios financieros tradicionales va a disminuir (de modo parecido como se ha dado en el caso de los países industrializados). La revolución tecnológica mundial en el procesamiento de información que ha incrementado la capacidad de los intermediarios financieros no bancarios para adaptar sus instrumentos a las necesidades específicas de prestatarios particulares, continuará surtiendo efecto en el mercado financiero nacional (Walter, 1992). Aumentarán las posibilidades de las instituciones no bancarias para ofrecer servicios que por el nivel de su especificidad hasta hace muy poco habían sido restringidos a los préstamos bancarios.

IV. LOS INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS EN EL TLCAN

Todo lo anterior es válido también para los intermediarios financieros no bancarios instituciones de los EE.UU. y Canadá, que pudieran entrar al mercado nacional en el marco del TLCAN. Más aún, las instituciones extranjeras disponen de experiencia y tecnología que las nacionales apenas empiezan a adquirir.

Es en el área de la intermediación no bancaria privada donde se puede esperar la mayor penetración extranjera. El aumento de tales actividades por parte de intermediarios nacionales y foráneos, puede contrarrestar la disminución de la liquidez del sistema financiero mexicano.⁴⁴ Las emisiones de títulos de valor privados podrían superar a las gubernamentales.

⁴² En el mercado nacional siguen creándose nuevas figuras legales como, por ejemplo, las sociedades de ahorro y préstamo y las financieras de objeto limitado que se autorizaron en 1993.

⁴³ Por ejemplo, Banca Serfin (el menor banco de los tres más grandes) tiene 596 filiales. En total los bancos comerciales a fines de 1992 manejaban 4,416 filiales en el territorio nacional (Ortiz y Nava, 1994).

⁴⁴ La disminución de la liquidez se acentuaría según Garber y Weisbrod(1991) como resultado de la disminución de la cantidad de valores de la tesorería vigentes.

Otro factor que nos hace pensar que la mayor parte de las instituciones financieras que entrarían al mercado nacional en el contexto del TLCAN, serán intermediarios no bancarios,⁴⁵ es el trato más favorable que se les da en el tratado. Como fue mencionado anteriormente, durante el período de transición, el nivel máximo de capital individual para ingreso al sistema bancario es 1.5% de la suma del capital, reservas y ganancias brutas promedio del sistema, aumentando este margen a 4% en el año 2000.⁴⁶

Empero, el nivel máximo para el caso de los participantes en el mercado de valores es de 4% durante el período de transición, para ser removido por completo para el año 2000. De modo similar se puede ver trato preferencia hacia los intermediarios bursátiles en lo que se refiere a las restricciones del capital total bajo el control de inversionistas extranjeros (Rubio y De Remes, 1992). Para el capital bancario esta restricción aumenta de 8% en 1994 a 15% en 1999, como fue mencionado anteriormente. En cambio, la restricción similar para los intermediarios no bancarios bursátiles es de 10% en el primer año del sexenio de transición y 20% en el último año de este período. La apertura relativamente rápida del sector de servicios financieros bursátiles facilitará una rápida penetración extranjera. En este aspecto es importante destacar el paralelismo entre el comportamiento del mercado mexicano de títulos de renta variable y el estadounidense, en particular cuando el primero se valúa en dólares (Mantey de Anguiano, 1996A).

Los mercados de capital están destinados a jugar un papel muy importante en la integración de la región norteamericana. Para que surgan empresas viables en cada país y trinacionales, es necesario que éstas puedan financiar sus inversiones sin problemas de refinanciamiento, que es precisamente lo que permite la colocación de capital accionario y endeudamiento en los mercados de capital. Si los mercados de los tres países están bien integrados, las empresas contarán con una fuente de financiamiento más amplia y oportuna, lo que permitiría que planifiquen y aprovechen bien sus inversiones (Ortiz, 1995, p. 13).

Las aseguradoras canadienses y estadounidenses podrán tener acceso al mercado nacional de dos maneras: primero, las compañías asociadas con aseguradoras mexicanas, podrán incrementar en forma gradual su participación accionaria en la sociedad en conversión, de 30% en 1994 a 51% en 1998 y hasta alcanzar 100% en el año 2000. Este tipo de compañías no estarán sujetas a límites máximos ni agregados ni individuales, de participación en el mercado (Chant, 1994).

Por otro lado, las aseguradoras de Canadá y Estados Unidos podrán constituir filiales sujetas a un límite agregado de 6% de participación máxima en el mercado, que aumentará paulatinamente hasta el 12% al término de 1999, y a un límite individual del 1.5% del mercado. Estos límites serán eliminados por completo el 1 de Enero de 1996. Las sociedades prestadoras de servicios auxiliares y de intermediación en seguros podrán establecer filiales sin límites de participación.

⁴⁵ En el marco de la apertura financiera en 1994 se autorizó en México la operación de diversos filiales de instituciones extranjeras: 11 arrendadoras financieras, 4 empresas de factoraje, 1 casa de cambio, 1 compañía de fianzas, 16 casas de bolsa y 12 aseguradoras (Banco de México, 1994)

⁴⁶ Además estos 4% son aplicables solamente a las adquisiciones y no a los nuevos bancos.

De acuerdo al TLC, México permite a las empresas financieras no bancarias de Canadá y Estados Unidos establecer diferentes filiales en el país para prestar servicios de crédito al consumo, crédito comercial, préstamos hipotecarios o servicios de tarjeta de crédito, en términos no menos favorables que los que disfruten las instituciones mexicanas. Sin embargo, durante el período de transición, los activos agregados de estas filiales no podrán exceder el 3% de la suma de activos agregados de los bancos más aquellos de las empresas financieras no bancarias de objeto limitado.

Las compañías de factoraje y arrendamiento financiero de los países miembros del TLCAN están sujetas a límites transitorios de participación máxima en el mercado con las mismas características y duración que los que se aplican a las casas de bolsa (Gavito y Trigueros, 1994), excepto que no se fijarán límites de participación máxima en el mercado. Los almacenes generales de depósito, las afianzadoras, las casas de cambio, así como las sociedades controladoras de sociedades de inversión provenientes de los países miembros del TLC también pueden establecer filiales, no existiendo en estos casos límites a su participación de mercado.

En el TLC no se consideran como servicios financieros las actividades del banco central ni de las dependencias gubernamentales vinculadas con las políticas crediticia, cambiaria, fiscal o monetaria. Así mismo, se excluyen las esquemas de seguridad social y pensiones, así como las actividades de la banca de desarrollo (López Portillo, 1992).

V. SÍNTESIS

A lo largo del período 1972-1993 se notan cambios en los patrones de financiamiento y en el papel de los intermediarios financieros no bancarios en la economía mexicana. La relación entre los cambios en el sistema financiero y modalidades de crecimiento económico es indudable. En el lapso estudiado se observa un creciente papel de los intermediarios financieros no bancarios en la vida económica, desde los puntos de vista cuantitativo y cualitativo. En cambio disminuye el papel de la banca comercial, como un intermediario financiero tradicional, tanto para la pequeña y mediana empresa, como para la gran empresa nacional que prefiere financiarse en los mercados externos. Una tendencia importante que resalta a lo largo del estudio es la desarticulación casi permanente que existe en México entre el sector financiero y los sectores de la inversión productiva. Por otro lado, en las condiciones de apertura de los mercados financieros desde 1988 se observa una clara segmentación entre los agentes económicos en cuanto sus posibilidades de acceso a los mercados y financiamiento internacional.

Con la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte podemos decir que empieza una nueva fase de internacionalización del sistema financiero mexicano. Comienza, en primer lugar, con la entrada de instituciones financieras extranjeras, la mayor parte de los cuales son intermediarios financieros no bancarios, que gozan de mayores beneficios dentro de los reglamentos de este tratado.

En segundo lugar, por la fragilidad que presentan en condiciones de actual crisis financiera, muchas organizaciones financieras nacionales, ante todo las de mayor magnitud, se asociarán con organizaciones financieras extranjeras para aumentar su acceso a la nueva tecnología, nuevos métodos de organización de operaciones y posibilidades de competir en condiciones de apertura.

Otras organizaciones desaparecerán y en general se darán cambios importantes en el sistema financiero mexicano, que ya empiezan a configurarse. En este respecto, la implementación del TLCAN y los procesos simultáneos de apertura al comercio e inversiones extranjeras, y de desregulación de los sectores financiero y real de la economía nacional introducen modificaciones relevantes en el entorno económico en que estaban acostumbradas a operar las compañías mexicanas (Ortiz, 1994).

Todo lo anterior muestra que estamos visualizando el surgimiento de un nuevo modelo de acumulación, un nuevo patrón económico y financiero que no es otra cosa que la síntesis abstracta de un nuevo proyecto de presente y de futuro que se ponen en juego, contra otro que ya no puede reproducirse o perpetuarse (Dávila Aldás, 1995). Precisamente bajo este nuevo marco institucional de liberalizaciones concertadas se espera que tengan lugar las relaciones económicas internacionales en un futuro cercano (Moncarz y Benítez, 1995).

POSTSCRIPTUM: LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS Y LA CRISIS DE 1994

Debido a sus deficiencias los intermediarios financieros se convirtieron en motor y mecanismo de transición de la crisis mexicana (Ortiz, 1996, Cabello, 1997)). Este papel de los intermediarios financieros es evidente tomando en cuenta los análisis empíricos presentados en esta tesis. Sin embargo, es preciso también examinar esta crisis desde una perspectiva internacional. A pesar de todos los errores que se hayan cometido a nivel nacional, no hay que olvidarse de las causas internacionales. Y aquí otra vez resalta la magnitud con la que pueden influir los intermediarios financieros no bancarios sobre el desencadenamiento de movimientos de nivel internacional. Debido a las bajas tasas de interés bancarias en los Estados Unidos, destinadas a combatir la recesión de 1990-1991, cientos de millones de dólares pasaron de las cuentas de ahorro norteamericanas a los fondos mutualistas de más altos rendimientos. Pero para pagar más altos rendimientos, los gerentes de los fondos mutualistas tenían que obtener más altas ganancias y con esta finalidad enviaban su dinero a México. Cuando las tasas de interés de los Estados Unidos volvieron a subir, los mismos gerentes comenzaron a repatriar el dinero, proceso que fue seguido por mexicanos e inversionistas de menor tamaño.

Sí a México se le hubiera negado la ayuda financiera, esto hubiera provocado una pérdida de confianza y pánico en los mercados financieros del mundo, lo que llevaría a perder a los grandes operadores en los mercados financieros internacionales: los británicos, los alemanes, los japoneses y los norteamericanos.

Los grandes mercados globales, electrónicamente conectados, no cambian las probabilidades de generar burbujas financieras, sino que las hacen potencialmente más grandes y vinculan a los mercados nacionales en una red, de modo que son más propensos a ir juntos a la quiebra. En 1995 la revista "Fortune" publicó una lista de otras siete naciones (Filipinas, Indonesia, Brasil, Malasia, Tailandia, Argentina y Chile) que se consideraban tan propensos como México a sufrir una crisis (Thurow, 1996).

No hay que olvidarse también que varios países, inclusive desarrollados, han sido expuestos a ataques especulativos del capital internacional. En 1992 un episodio

semejante ocurrió en la cuarta economía más grande del mundo: Francia. Francia tenía todos sus indicadores macroeconómicos correctos, y no se han conocido errores graves en las políticas económicas internas. Pero aún así, los especuladores lanzaron el ataque sobre el franco francés y ganaron. Para permanecer dentro del Sistema Europeo de Tipos de Cambio (SET), Francia se vio obligada a adoptar un paquete de medidas de austeridad (incluidas tasas de interés altas), casi como se hizo en México. En el mismo año Italia e Inglaterra también sufrieron fuertes ataques especulativos contra sus monedas.

De lo anterior podemos concluir que si la cuarta economía más grande del mundo puede ser atacada cuando sus fundamentos son correctos, todos los países con la posible excepción de Alemania, Japón y los Estados Unidos pueden ser atacados en cualquier momento, sin importar si han cometido o no errores económicos.

Los recursos de capital en el mundo son relativamente escasos en comparación con las necesidades y aspiraciones de las economías mundiales (Moncarz y Jorge, 1997). Teniendo en cuenta que las tasas de interés son los únicos instrumentos que tienen los gobiernos para detener la fuga de capitales, las tasas de interés más altas son uno de los resultados de un mundo donde las grandes cantidades de capital se pueden desplazar rápidamente de un país a otro. El aumento de la tasa de interés impuesto a México condujo directamente a tasas más altas en todos los países en vías de desarrollo. En lugar de concentrarse en aplicar tasas de interés razonables para generar crecimiento económico y puestos de empleo, los gobiernos deben concentrarse ahora en controlar la transitoriedad del flujo de capitales. Por lo visto, las políticas monetarias internas han sido garantías para el flujo internacional de capital y no para promover la prosperidad interna (Thurow, 1996).

El proceso de globalización, provocando profundos cambios económicos y políticos que definen el mundo contemporáneo, exige imperativamente que los países aprendan a vivir en las nuevas condiciones. La planeación de las políticas económicas y financieras internas debe hacerse tomando en cuenta las nuevas condiciones económicas y políticas en el mundo, y tal vez hay que pensar sobre algún marco regulatorio global para el sistema financiero globalizado.

Hoy, las políticas de austeridad de México y el panorama mundial han hecho que los capitales extranjeros retornen en grandes cantidades al país. El peso empieza a mostrar cierta sobrevaluación. Es sumamente importante evaluar globalmente la situación actual para que no se provoquen de nuevo situaciones dolorosas para el país.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS DEL SÉPTIMO CAPITULO

- Alvarez Béjar, Alejandro (1994B) "Industrial Restructuring and the Role of Mexican Labor in NAFTA" En: U.C. Davis Law Review, Vol. 27, #4, Summer 1994, pp. 897-915
- Andere E. y G. Kessel,(Ed.) **México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio: Impacto Sectorial**, ITAM y McGraw-Hill, México, 1992
- Aspe, P. (1992) "Entorno y desafíos del sistema bancario" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, 1992, pp. 955-960
- Aspe Armella, P. (1993) **El Camino Mexicano de la Transformación Económica**, F.C.E, México, 1993

- Aspe, Pedro (1994) "La reforma financiera de México" En: Comercio Exterior, Vol. 44, Diciembre de 1994, pp. 1044-1047
- Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- Basave Kunhardt, Jorge (1996) Deuda Externa Empresarial en México. Un Análisis Comparativo de sus Periodos de Crecimiento" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 303-326
- Cabello, Alejandra (1994) "Deregulation and the Mexican Stock Market" Proceedings. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association
- Cabello, Alejandra (1997) " Liberalización and Deregulation of the Mexican Stock Market" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) **The global Structure of Financial Markets. An Overview**, Rutledge, London, 1997
- Cabello, Alejandra y Edgar Ortíz (1995) "Debt Crisis and Economic Recovery and Performance of the Emerging Latin American Equity Markets" En: (Peter H. Gray y Sandra C. Richards, Eds.) **International Finance in a New World Order**, Oxford, England, Elsevier Science, 1995
- Carstens, Agustín G.C. (1993) **The Mexican Financial System**. Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, 1993
- Criterios Generales de la Política Económica para 1992. En: El Mercado de Valores, año LII, enero 1
- Chant, J.F. (1994) "El sector financiero en el TLC: dos más uno igual a reestructuración" En: (Globerman St. y M. Walker, Comp.) **El TLC: un enfoque trinacional**, FCE/Economía Contemporánea, México, 1994
- Chavez, J., K. Fischer y E. Ortiz (1996) "Liberalización Financiera y solvencia bancaria: un estudio comparativo de América Latina y Asia" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 39-116
- Correa, Eugenia (1994) "Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1093-1101
- Dávila Aldás, Francisco (1995) **Del Milagro a la Crisis**, Fontamar, México, 1995
- Diario Oficial de la Federación, varios números
- Fadl Kuri, S. y S. Puchot Santander (1995) "La banca de desarrollo en el marco de la reforma económica" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 42-53
- Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1992) "From Banca to Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper. Inaugura Conference on Financial Management. Suffolk University, November 1992
- Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1994) "Financiamiento Corporativo e Integración Financiera: Papel de las Asimetrías en la Información en el Financiamiento Accionario" En: **Integración Financiera y TLC** (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI
- Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) **Mercado de Valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- Garrido Celso y Tomás Peñalosa Webb (1996) **Ahorro y Sistema Financiero Mexicano**, Grijalbo, México, 1996
- Gavin, Michel (1991) "The Mexican Oil Boom", , Departament of Economics, Columbia University, May 1991 Discussion Paper #548
- Gavito Mohar, J., S. Sánchez Garcia e I. Trigueros Legarreta (1992) "Los servicios financieros y el Acuerdo de Libre Comercio: Bancos y Casa de Bolsa" En: (Eduardo Andere y Georgina Kessel, Ed.) **México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio: Impacto Sectorial**, ITAM y McGraw-Hill, México, 1992
- Girón, Alicia (1994) La banca comercial de México frente al TLC. En: "Comercio Exterior", diciembre de 1994, pp. 1068-1074
- Girón, Alicia (1995) "La banca comercial en Canadá, Estados Unidos y México" En: (Girón, A., E. Ortiz y E. Correa, Comp.) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, Siglo XXI/IE, UNAM, México, 1995, pp. 251 - 268

- Girón, A., E. Ortiz y E. Correa (Comp.) (1995) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, Siglo XXI/IIIE, UNAM, México, 1995
- Gliberman St. y M. Walker, (Comp.) **El TLC: un enfoque trinacional**, FCE/Economía Contemporánea, México, 1994
- Gómez Oliver, Antonio (1982) **Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico. Las experiencias de México y otros países latinoamericanos**, Fondo de Cultura Económica, México, 1982
- González Hermosillo Brenda, Kate Langdon y Brien O'Reilly (1992) "Vista preliminar del Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México" En: Monetaria, Vol. XIV, #1, enero-marzo 1992
- Guillen R., Arturo (1994) "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana" En: Comercio Exterior, Vol. 44, #12, 1994, pp. 1075-1082
- Gutiérrez Pérez, Antonio (1991) "La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional" En: **Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, Ejea G., C. Garrido, C. Leriche y E. Quintana, UAM, Azcapotzalco, México, 1991
- Guzmán Calafell J. y A. Monte Aja (1993) "Crecimiento económico, financiamiento externo y ahorro interno en México en 1990-1994" En: Monetaria, Vol. XV, #4, 1993
- Gruben W.C., J.H. Welch y J.W. Gunther, "U.S Banks Competition and the Mexican Banking System: How Much Will NAFTA Matter?", En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, Sept., 1994
- Heyman, T. (1989) **Invertir en México**, Ed. Milenio, México, 1989
- Huerta, Arturo (1996) "La inoperancia del Plan Nacional de Desarrollo" En: Paradigmas, Año 4, # 14, 1996, pp. 11-15
- Kessel, Georgina (Comp.) (1994) **Lo negociado del TLC. Un análisis económico sobre el impacto sectorial del Tratado de Libre Comercio**, McGraw Hill/ ITAM, México, 1994
- Laderman Elizabeth and Ramon Moreno (1992) "NAFTA and U.S Banking", FRBSF Weekly Letter Number 92 (40), 1992, pp. 1183-1200
- Mancera, Miguel (1992) "Razones para ver con optimismo el futuro" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 960-963
- Mansell Carstens, Catherine (1992) **Las nuevas finanzas en México**, Milenio, México, 1992
- Mansell Carstens, Catherine (1994) "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto" En: **Reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- Mansell Carstens, Catherine (1995) "Servicios financieros, desarrollo económico y reforma en México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, pp. 3-12
- Mantey de Anguiano, Guadalupe (1994) "Determinantes del margen financiero de la banca comercial" En: Comercio Exterior, Vol. 44, # 12, México, 1994, pp. 1129-1132
- Mantey de Anguiano, Guadalupe (1996A) "Riesgo sistémico en el mercado bursátil mexicano y su efecto en la inversión real" En: Comercio Exterior, Vol. 44, # 12, México, 1994, pp. 1129-1132
- Mantey de Anguiano, Guadalupe (1996B) "Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 117 - 134
- Maxfield, Sylvia (1991) **Governing Capital, International Finance and Mexican Politics**. Cornwell University Press, Cambridge, 1991
- Maxfield, Sylvia (1992) "The International Political Economy of Bank Nationalization: Mexico in Comparative Perspective" En: Latin American Research Review, 27 (1), 1992, pp. 75-103
- McKinnon, Ronald I. and Donald J. Mathieson (1981) "How to Manage a Repressed Economy" En: Princeton Essays in International Finance, #145, Dec. 1981
- Moncarz, R. y A. Benítez (1995) "Mercados de capital y el TLC: Retos para Centroamérica" En: Girón, A., E. Ortiz y E. Correa (Comp.) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, Siglo XXI/IIIE, UNAM, México, 1995
- Moore, Robert R. (1993) "The Government Budget Deficit and the Banking System: The Case of Mexico" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, August 1993

- Morera Camacho, Carlos (1995) "La reorganización del capital de México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 29-34
- Natella, Stefano, et. al. (1991) The Mexican Banking System, CS First Boston, New York, 1991
- Natella, Stefano, et. al. (1992) The Mexican Banking System II, CS First Boston, New York, 1992
- Ortiz, Edgar (1993) "Globalización financiera y desarrollo: papel de los mercados de capital" En: Memoria del III Congreso Nacional Académico en Administración, Contaduría e Informática y VII Simposio Hispánico sobre Negocios y Economía, Septiembre de 1993
- Ortiz, Edgar (1994) "Mercados de Capital y el Desarrollo e Integración Financieras de México" En: (Alicia Girón, Edgar Ortiz y Eugenia Correa, Eds.) Integración Financiera y TLC: Retos y Perspectivas. México, DF, Siglo XXI, UNAM
- Ortiz, Edgar (1996) "Globalization of Business and Finance and Emerging Capital Markets" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) The global Structure of Financial Markets. An Overview, Rutledge, London, 1997
- Ortiz Edgar and Noel Nava (1994) "Efficiency and Privatization of Comercial Banking in Mexico" Proceedings. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association, 1994
- Ortiz, Edgar and Alfred Lewis (1997) "Contestable Markets and the Mexican Banking Sector in the Context of NAFTA" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) The global Structure of Financial Markets. An Overview, Rutledge, London, 1997
- Peñalosa Webb, Tomás (1992) Aspectos centrales de la banca mexicana, 1982-1990. En: "Comercio Exterior", Vol. 42, #2, febrero de 1992
- Pérez Stuart José A. y Fernando Pescador (1981) La Bolsa, Ed. Diana, México, 1981
- Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. En: Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 1989
- Rodríguez, Federico y Javier Salas (1990) "Estructura y funcionamiento del mercado de crédito interbancario en México" En: El Trimestre Económico, FCE, México
- Rubio, L. y A. De Remes (1992) Como va afectar a México el Tratado de Libre Comercio? FCE, México, 1992
- Ruiz Durán, Clemente (1995) "Financiamiento para el desarrollo" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 20-28
- Salinas de Gortari, Carlos (1992) "La nueva agenda económica" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 953-955
- SHCP, "Ley de Títulos y Operaciones de Crédito. Sistema de Supervisión del Sistema Financiero" En: El Mercado de Valores, Año LII, junio de 1992, #11
- SHCP, Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994
- SHCP, "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988" En: El Mercado de Valores, #3, Nacional Financiera, México, 1984
- Sepúlveda, B. y A. Chumacero (1973) La inversión extranjera en México, Fondo de Cultura Económica, México, 1973
- Solis, L. (1978) "The Financial System in the Economic Development of Mexico", Weltwirtschaftliches Archiv, 1978, pp. 38-44
- Spellman, L.J. y R.F. Dieli (1978) "Intermediación financiera y desarrollo económico en México 1966-1973" En: Boletín de CEMILA, Vol. XXIV, #2, 1978, pp. 66-81
- Suarez Dávila, Francisco (1990) "El financiamiento de la modernización" En: Somos Somex, #49, enero de 1990
- Suavé, Pierre and Brenda Gonzalez-Hermosillo (1993) Financial Services and the North American Free Trade Agreement: Implications for Canadian Financial Institutions, Bank of Canada, Ottawa, 1993
- Swary Itzhak y Barry Topf (1993) La desregulación financiera global, Fondo de Cultura Económica, México, 1993
- Tello, Carlos (1984) La Nacionalización de la Banca en México, Siglo XXI, México, 1984
- Thurow, Lester C. (1996) El futuro del capitalismo, Javier Vergara, Buenos Aires, 1996
- Vega Cánovas, Gustavo (Coord.) (1993) Liberación económica y libre comercio en América del Norte, El Colegio de México, México, 1993

- Vidal, Gregorio (1994) "Reforma económica, mecanismos de financiamiento y procesos de inversión"
En : Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1083-1092
- Villareal, René (1976) **El desequilibrio externo en la industrialización de México (1929-1975)**, Fondo de Cultura Económica, México, 1976
- Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1992) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1992
- Wallace, R.B. (1979) **La política proteccionista en el desarrollo económico de México**, Fondo de Cultura Económica, México, 1979
- Walter, Ingo (1992) **A Framework for the Optimum Structure of Financial Systems**, New York University Salomon Center Working Paper Series, S-92-47

OCTAVO CAPITULO

CONCLUSIONES FINALES, RECOMENDACIONES Y SUGERENCIAS PARA ESTUDIOS POSTERIORES

I. CONCLUSIONES

En la etapa actual en cualquier país del mundo el sistema financiero es un elemento intrínseco a la economía. Independientemente de la variación de la cantidad de dinero y sus efectos a corto o largo plazo, la expresión monetaria de las transacciones de un sistema económico hace que el sistema financiero tenga importancia por si mismo, pues sería imposible analizar la evolución de cualquier economía en el mundo sólo en base del trueque. Además es evidente que a los países con desarrollo económico más alto corresponden sistemas financieros más evolucionados.

El sector financiero es un factor de primera importancia en el fomento del ahorro financiero y su asignación eficiente al financiamiento de la inversión productiva, y por ende, en la promoción del crecimiento económico. Sin embargo, según su eficiencia y funcionalidad, así como la capacidad de reaccionar de manera rápida y flexible a cualquier cambio en el ámbito económico, los intermediarios financieros, pueden contribuir, quedarse al margen, y hasta en ciertas ocasiones estropear el desarrollo económico de los estados modernos.

En el primer capítulo se llegó a la conclusión teórica que las fuerzas productivas y las relaciones de producción, como principales elementos de la base económica, crean la necesidad de la existencia de instrumentos e instituciones financieras adecuadas para atender las respectivas etapas de su desarrollo. Es muy importante también tener presente la influencia retroactiva del sistema financiero sobre la base económica. Esta influencia puede ser tan fuerte, que la creación de servicios e instrumentos financieros "por adelantado" (antes de que los requiera el desarrollo económico) puede fomentar este desarrollo.

En los países desarrollados, como se sabe, los bancos tienen un porcentaje importante de sus pasivos a largo plazo. En los países en vías de desarrollo, ese porcentaje es muy reducido o inexistente. Las razones para esta diferencia deben rastrearse en el grado de integración industrial. Un país con industrialización plena, que produce no sólo bienes de consumo (duraderos y no duraderos) sino también equipos y bienes de capital, verá reflejado en su sistema financiero los créditos de corto plazo (para consumo y capital de trabajo) y los de largo plazo (para adquisición de bienes de capital, de larga amortización). El productor de bienes de capital asumirá entonces, activos financieros a largo plazo, y el adquiriente de estos bienes, pasivos financieros de largo plazo. Por consiguiente un país con industrialización completa contará con un sistema financiero completo.

Como es obvio, la situación de los países en vías de desarrollo es diferente. Un altísimo porcentaje de los bienes de capital que demanda la economía proviene del exterior, acompañado de un financiamiento de largo plazo que también proviene desde el exterior. Por lo tanto, el crédito de largo plazo y la captación de largo plazo se realizan y se registran desde fuera de la economía. De aquí, que un país que no cuenta con el

desarrollo completo de todas las secciones de la producción material tendrá un sistema financiero incompleto.

La conclusión que se desprende de aquí es que las tasas de interés locales, para colocaciones de corto plazo, más altas que las externas, influyen sobre el monto captado internamente y esto es particularmente evidente en períodos críticos, cuando se acelera la especulación en los mercados financieros). Sin embargo, las tasas de las colocaciones a largo plazo no pueden afectar significativamente la estructura de la captación, debido al carácter volátil de los capitales externos y su disociación del sector económico real en el país receptor. Por eso, no es admisible que la manipulación de las tasas de interés tenga una incidencia significativa sobre los plazos de captación.

Además, con libertad cambiaria y tasas de interés relativamente elevadas, superiores a las que predominan en los mercados externos, es muy probable que la cantidad de los instrumentos no monetarios en el mercado local crezca como porcentaje del PIB, pero con tres consecuencias indeseables: primero, el mercado nacional puede convertirse en un "área de especulación" para los fondos líquidos que se desplazan por el mundo y además, segundo, las grandes empresas privadas se inclinarán por contratar crédito externo pues éste resultará menos costoso que el interno, y tercero, la moneda nacional presenta tendencias de sobrevaluación, provocando presiones en la balanza comercial.

De tal manera, si no se recurre a otros instrumentos de la política económica, la moneda nacional irá perdiendo parcialmente sus funciones en beneficio de la moneda más fuerte (especialmente la función de medio de pago), y el sistema financiero nacional tenderá a debilitarse. Además existe la tendencia a transferir al país la política recesiva del centro industrializado, y convierte al sistema financiero en una traba para la acumulación real.

La investigación empírica de esta tesis muestra la interrelación entre el sistema financiero y la base económica para el caso concreto de México. El sistema financiero refleja claramente la situación económica del país durante las etapas analizadas. La solidez de las instituciones bancarias y no bancarias incide sobre la recuperación y el desarrollo. Por otro lado, una desestabilización del sistema financiero y los procesos de desintermediación corresponden a períodos críticos para el crecimiento económico del país (1976, 1982 y 1994).

Efectivamente, en México el cambio del modelo de desarrollo económico de la sustitución de importaciones hacia la apertura económica y diversificación de exportaciones va íntimamente acompañado por cambios de los patrones de financiamiento y reordenación de los circuitos financieros, que hacen inseparable la investigación de los fenómenos de la economía real y del sistema financiero. El sistema financiero nacional ha experimentado últimamente una serie de importantes reformas como fueron las de la liberalización, el desarrollo del mercado de dinero, la reprivatización de la banca comercial y la implantación de un modelo de banca universal, medidas para incrementar la competencia en el sector financiero, reformas a la banca de desarrollo y otorgamiento de la autonomía al Banco Central.

Los análisis muestran una evolución positiva de la intermediación financiera en México, aunque todavía no se alcanzan los niveles de intermediación financiera que tienen los países desarrollados. O sea, la etapa del desarrollo financiero de México se

puede calificar como *posmonetaria transicional* por la existencia de los mercados de capital incipientes, el aumento del crédito bancario y la gran dependencia de las empresas del ciclo económico, con claros indicios de traspaso hacia el *financiamiento de despegue* debido a las incrementadas necesidades de ahorro e inversión, desarrollo del mercado de capital "emergente" y el aumento de la importancia y desarrollo de nuevas modalidades de intermediarios financieros no bancarios.

Además aún en el período de apertura económica y liberalización financiera, el gobierno sigue manteniendo gran peso en la economía lo que hace que, por lo general, el ciclo económico coincida con los períodos sexenales de administración. En relación con esto hay que destacar que no ha habido sincronización entre las políticas económicas y financieras, prestándoseles atención a éstas últimas únicamente cuando la economía entra en problemas, por lo general hacia el cuarto o quinto año de cada mandato presidencial.

Hasta el último período no se notan esfuerzos de fomentar "por adelantado" el desarrollo del sistema financiero a los requerimientos que surgirán lógicamente por las pautas seguidas en las políticas económicas. Y la liberalización financiera que se implementa en éste último período se da cuando todavía no están consolidadas las bases del modelo de desarrollo económico mediante la apertura y diversificación de exportaciones. Tal vez, esto sea una de las razones que provoca la extrema fragilidad que vive el sistema financiero nacional en la actualidad.

La productividad y la eficiencia de los intermediarios financieros nacionales es muy baja y en cambio el margen de utilidad es muy alto. La reprivatización bancaria no ha podido aumentar la eficiencia del funcionamiento del sistema financiero. Más aún por falta de adecuadas políticas crediticias se ha incurrido últimamente en el grave problema de la *cartera vencida*. Esto hace muy frágil el sistema financiero nacional y provoca graves problemas entre los sectores financiero e industrial, lo que repercute directamente sobre la *inversión productiva* y el crecimiento económico del país.

El sistema financiero mexicano no está compuesto por unidades atomizadas. Un número reducido de clientes bancarios significa un porcentaje elevado de la captación del sistema. Asimismo, un número reducido de prestatarios absorbe un alto porcentaje de los préstamos que se conceden en el sistema. Por último, esta relación entre pocos agentes pasivos y activos se realiza por unas pocas instituciones bancarias que en conjunto, controlan un alto porcentaje de la actividad financiera.

Estos pocos bancos no son "intermediarios neutros", sino que están vinculados a empresas industriales, comerciales y de servicios, y canalizan hacia estas empresas un porcentaje considerable de los préstamos totales que conceden. La empresa pequeña y mediana ha quedado al margen del financiamiento bancario por no poder ofrecer garantías, aunque tenga proyectos viables para inversión.

Como parece razonable suponer, estas empresas medianas y pequeñas son los que trabajan con coeficientes más elevados trabajo/capital, las restricciones en el financiamiento tenderán a reflejarse negativamente en el ritmo de crecimiento de la ocupación, y en general en la eficiencia de empleo del acervo del capital físico.

Aunque se nota un aumento de la canalización de créditos de la banca comercial hacia el sector privado, éstos se canalizaron ante todo para el consumo de bienes duraderos y créditos hipotecarios. Por otro lado, las grandes empresas nacionales se financian en mayor grado en el exterior (tanto en el mercado de valores, como en la banca

transnacional), debido a las más bajas tasas de interés a al traslado de una parte de sus operaciones al exterior. Esto muestra que los bancos nacionales han perdido terreno en el financiamiento de los sectores empresariales privados.

Aunque durante el período 1978-1993 ha habido un desarrollo progresivo de los intermediarios no bancarios privados, y últimamente se está reformando el lugar de los intermediarios no monetarios gubernamentales dentro el sistema financiero, no se ha podido suplementar el descenso del papel de la banca comercial para fomentar sobre bases sólidas el crecimiento económico.

Se nota también un fuerte aumento de los flujos financieros entre los mismos intermediarios financieros, lo que es un factor que aumenta potencialmente la fragilidad del sistema financiero, porque cuando una institución entre en problemas éstas se dispersan rápidamente a las demás instituciones financieras.

Otro factor que contribuye a la fragilidad del sistema financiero es el otorgamiento de grandes cantidades financieras como crédito a un sólo usuario, y en varias ocasiones a empresas relacionadas directa o indirectamente con los nuevos propietarios de los bancos y de los grupos financieros.

En cuanto los intermediarios no bancarios gubernamentales, éstos han desempeñado tradicionalmente el papel de proveedor de recursos financieros al gobierno federal, movilizandando una gran parte del ahorro externo. Después de pasar por un grave período de cartera vencida, a fines de los años ochenta banca de desarrollo empicza a cambiar su papel en lo que respeta tanto a la captación y permanencia de los ahorros de la sociedad, como a la canalización selectiva de estos recursos.

Desde 1988 los intermediarios no monetarios gubernamentales empiezan a orientar su actividad ante todo hacia el sector privado, y preferencialmente a la empresa mediana y pequeña que no tiene acceso al crédito bancario. Con las nuevas políticas de funcionamiento de la banca de desarrollo como intermediarios de segundo piso, éstos prestan atención especial al desarrollo y consolidación integral de los bancos comerciales y los intermediarios no bancarios privados que fungen en sus operaciones como instituciones de primer piso. Esto junto con la expansión de las operaciones propias de los intermediarios no bancarios privados hace que su participación en el total de recursos clasificados del sistema financiero consolidado marque un fuerte aumento durante el último período. En el nuevo escenario financiero de la economía mexicana es muy viable que crezca el papel de la banca de desarrollo atendiendo a los sectores productivos que no se contemplan en la actividad de la banca comercial, perfeccionando además la distribución regional de los recursos financieros. La articulación de la actividad de los intermediarios no monetarios gubernamentales con la banca comercial y las instituciones privadas no bancarias puede llevar hacia mayor articulación entre el sector financiero y los sectores productivos.

En el período 1982-1988 los intermediarios no bancarios privados amortiguan los problemas de la excesiva utilización del ahorro interno por el gobierno mediante el encaje legal, permitiendo canalizar una mayor parte del ahorro interno hacia el sector privado. En este lapso los acreedores internos sustituyeron en importancia a los externos y en 1987 se había producido una gran concentración del débito interno, correspondiéndole al sector privado 62%. Y aunque una gran parte de éste fue reciclada al mercado de dinero, sin ser utilizada productivamente, se redujo la dependencia de la economía de los créditos

externos. En este período se nota un aumento pronunciado de la participación de los intermediarios no monetarios privados en los activos del sistema financiero, destacando los flujos de captación de ahorro nacional. La parte porcentual de éstos en el total de obligaciones clasificadas del sistema financiero aumenta tres veces durante el período en contraste con la disminución de la parte correspondiente a la banca comercial.

Durante el siguiente período 1988 -1993 esta tendencia persiste. Además se nota un incremento de la participación de estas instituciones en la canalización del recursos financieros hacia el sector privado. A pesar de esto, puede decirse que las oportunidades que ofrece el desarrollo de este tipo de intermediarios no han sido explorados adecuadamente en la práctica, aunque recientemente han sido objeto de varias leyes. Por ejemplo, actualmente estas instituciones no cuentan con el apoyo gubernamental que se les otorga a los bancos comerciales, lo que las pone en una situación aún más delicada. Además destaca la alta participación en los flujos financieros *intrainstitucionales*, lo que los hace muy susceptibles a los desequilibrios que afectan a la banca comercial y/o la banca de desarrollo.

La libertad que ahora tienen los intermediarios bancarios y no bancarios para fijar precios y asignar fondos, así como la privatización de la banca comercial, en principio promueven un *entorno de mayor competencia*. Sin embargo, ésta no se ha reflejado en el aumento de la eficiencia o en baja de los márgenes de ganancia de los bancos comerciales. Además, con la formación de grupos financieros la unión de bancos con los intermediarios no bancarios ha aumentado el grado de concentración.

La concentración existente en el mercado financiero mexicano, donde un número reducido de instituciones controla un alto porcentaje de los pasivos y de los activos bancarios, convierte a los grupos financieros en fuertes pilares de resistencia ante la penetración de las *instituciones financieras extranjeras*. Esto se refuerza por el hecho que algunos de los bancos más grandes de México actúan en el mercado desde la segunda mitad del siglo pasado y han ido implantando una *extensa red física de sucursales* lo cual les asegura una alta participación en el mercado.

Efectivamente, la regulación en marcos del Tratado de Libre Comercio impone fuertes barreras de entrada, en forma de requisitos elevados de capital mínimo, autorización discrecional de nuevos intermediarios, o restricciones al establecimiento de *intermediarios extranjeros*, lo cual desalienta la competencia.

La regulación en México, no obstante haberse liberalizado bastante en los últimos años, continúa promoviendo la estabilidad del sistema y la *protección a los inversionistas* más a través de las restricciones directas a la operación, que utilizando diversos mecanismos de supervisión, como lo hacen Canadá y Estados Unidos.

Estos obstáculos pueden superarse mediante las esquemas de asociación con instituciones financieras nacionales y la orientación hacia relaciones con las empresas de nueva creación, en su mayoría mixtas o de capital extranjero. Por otro lado, la protección de los servicios bancarios al menudeo puede contrarrestarse con el desarrollo de otros segmentos relacionados con los intermediarios financieros no bancarios. Los rubros de las sociedades de inversión, en cuanto la captación, y el arrendamiento financiero, en cuanto el financiamiento, pueden representar competencia efectiva para estos servicios, y tienen programada una mayor apertura.

Sin embargo, en la medida en que las ganancias de una estrategia competitiva por parte de los intermediarios extranjeros están restringidas por los límites a la participación, existe la posibilidad de que éstos se decidan por las prácticas oligopólicas que prevalecen en el mercado nacional, en vez de promover mayor eficiencia en la intermediación financiera doméstica.

Finalmente, es preciso reiterar que en México, como en todos los países, el sistema financiero está íntimamente relacionado con el sistema económico, con ciertas imperfecciones características para los países en vías de desarrollo. Los patrones de financiamiento cambian junto con el cambio de los modelos de desarrollo, aunque sin la planeación necesaria y, por lo general, con cierta disociación en el tiempo. Además muchas de las medidas positivas realizadas en cuanto al financiamiento (p. ej., el desarrollo del mercado de valores, y la afluencia masiva de fondos financieros externos en los últimos años), han quedado desvinculados del crecimiento económico del país. Una tendencia interesante es también el aumento de la participación de los grupos financieros en el mercado de valores, lo que hace pensar que se están atenuando las contradicciones entre capital bancario y capital bursátil.

Todo lo anterior indica que hay que buscar nuevas modalidades, o bien perfeccionar las vías existentes para la captación de recursos financieros para el desarrollo, como el aumento del ahorro interno y la afluencia de recursos externos de manera más segura y menos volátil. Además es muy importante promover la creación de instrumentos e instituciones que sirvan a todos los mercados y no sólo a ciertos agentes económicos elitistas. Para lograr este objetivo es muy importante el papel de los intermediarios financieros no bancarios y la competencia entre éstos y la banca comercial para garantizar una mayor disponibilidad de recursos financieros y su canalización eficaz hacia las actividades económicas que promuevan un crecimiento sano y sostenible. Al respecto nos permitimos a sugerir a continuación algunos lineamientos para mejor funcionamiento del sistema financiero nacional.

II. RECOMENDACIONES

1. Promover una vinculación más estrecha entre políticas económicas y políticas financieras, así como aumentar las medidas de control para evitar el desperdicio especulativo y/o la alta volatilidad de los recursos financieros.
2. Fomentar un sistema financiero que sea capaz de mantener la inversión a largo plazo, creando instrumentos menos líquidos, y atraer recursos crediticios externos de largo plazo.
3. Promover la innovación financiera y la competencia sana entre los intermediarios financieros no bancarios y la banca comercial para reducir los márgenes financieros y hacer más accesibles los recursos financieros para el inversionista nacional.
3. Con el fin de promover la captación de ahorro interno:
 - a) reforzar la presencia de los intermediarios no bancarios en las regiones del país donde el desarrollo regional ha sido marginal y no se nota presencia adecuada de la banca comercial, aprovechando las formas de organización local, o bien creando nuevas formas atractivas para el ahorrador;

- b) incrementar la actividad de los intermediarios no monetarios con pequeños ahorradores que no tienen acceso al sistema bancario;
- c) formalizar algunas formas de ahorro informales convirtiéndolos de esta manera en conductos efectivos de captación de ahorro para la inversión y perfeccionar de esta manera la infraestructura financiera.
4. Crear instrumentos atractivos para el ahorrador que puedan contribuir para la transferencia de depósitos de corto plazo a plazos más largos, lo que incidiría en el aumento de los recursos internos para financiar la inversión productiva, así como promover la canalización adecuada de los recursos captados vía el seguro de retiro (SAR y AFORES).
5. Reforzar la interrelación de los intermediarios no monetarios gubernamentales como organizaciones de segundo piso con los intermediarios no bancarios privados como organizaciones de primer piso para, por un lado, conseguir un efecto sinérgico en la canalización de recurso hacia entidades del sistema productivo que no tienen acceso directo al financiamiento bancario o bursátil, y por otro fortalecer a los intermediarios no bancarios privados.
6. Elaborar medidas de regulación específicas para evitar que los problemas que puede tener alguna institución financiera se propaguen sobre las demás desestabilizando al sistema financiero nacional.
- a) imponer límites a los flujos de fondos interinstitucionales;
- b) imponer límites al otorgamiento de créditos a una sola persona o empresa.
7. Proteger la estabilidad del sistema financiero y los intereses de los inversionistas utilizando diversos mecanismos de supervisión y vigilancia, en vez de restricciones directas a la operación de los intermediarios financieros extranjeros. Esto promoverá la competencia en el mercado interior, elevando la eficiencia del sector y evitando las prácticas oligopólicas y monopólicas. Además evitará la posibilidad que crezca el número de actividades financieras se lleven a cabo en el exterior, lo que debilitaría el desarrollo del sistema financiero mexicano, y por consecuencia los servicios que se prestan a la empresa pequeña y mediana que no tiene acceso a los mercados financieros externos. En este aspecto hay que buscar una mayor sincronización del marco regulatorio con el de Canadá y Estados Unidos como socios principales de México en marcos del TLCAN.

III. SUGERENCIAS PARA ESTUDIOS POSTERIORES

Esta tesis se ha enfocado al estudio de los intermediarios financieros no bancarios en el marco de modificación de los patrones de financiamiento de México en el período 1970-1993. Para profundizar la investigación sobre la relación entre la intermediación financiera y el crecimiento económico propongo los siguientes tópicos:

1. Investigar la aportación específica de los intermediarios financieros no bancarios en el financiamiento de los sectores industrial, agropecuario y de servicios.
2. Analizar la contribución de los intermediarios financieros no bancarios para el financiamiento de la empresa micro, pequeña y mediana versus empresa grande.
3. Analizar la distribución regional del financiamiento de los intermediarios no bancarios comparando con la incidencia regional del financiamiento de la banca comercial.

4. Realizar análisis comparativos del desenvolvimiento de los intermediarios financieros no monetarios en México y otros países latinoamericanos o otros países en vías de desarrollo.

5. Investigar la modificación entre las relaciones entre banca comercial e instituciones no bancarias dentro del Grupo Financiero con su incidencia sobre la competencia y aumento de la eficiencia de los servicios financieros.

6. Estudiar las nuevas modalidades de funcionamiento de la banca de desarrollo como intermediario no monetario gubernamental y su incidencia para disminución de disparidades del desarrollo regional y por sectores económicos.

7. Realizar análisis comparativo de los marcos regulatorios de México, Canadá y los Estados Unidos, en cuanto su influencia sobre las estrategias competitivas en la prestación de servicios financieros y sobre la eficiencia de los respectivos sistemas financieros nacionales.

F I N

TABLA No. 1. A
 BANCOS COMERCIALES.
 MEXICO, 1982-1993
 (MILES DE MILLONES DE PESOS AL FINAL DE CADA AÑO)

AÑOS CLASIFICADOS	RECURSOS POR SECTOR DEUDOR										EMPRESAS Y PARTICULARES					
	TOTAL DE ACTIVOS	RESTO DEL MUNDO					TOTAL BANCOS		BANCA DESARRO.		BANCA COMERC.		CTROS (1)		TOTAL	
															VALORES	CREDITO
1982	2157	63	506	88	70	18	19	1481	66	1415						
1983	3534	202	726	196	160	36	33	2378	77	2301						
1984	5969	278	1047	246	207	39	64	4334	48	4286						
1985	11044	584	3537	378	331	48	106	6439	69	6370						
1986	24960	1266	10980	1062	956	106	266	11363	95	11271						
1987	63058	4648	26702	3207	2632	375	756	27745	345	27400						
1988	85725	3088	31760	2797	2033	764	716	47363	530	46834						
1989	133090	3543	35187	3421	2653	768	1366	89554	1247	88307						
1990	205114	5550	47605	2881	670	2212	3482	140597	2216	138381						
1991	325865	7800	66086	18732	1894	16838	16066	217181	5342	211839						
1992	402192	9440	29929	21573	2808	18765	19729	321521	3733	317738						
1993	482925	10333	13196	33644	4816	29028	18488	407065	10731	396334						

(1) Comprende los intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.
 FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES. BANCO DE MEXICO. Varios años.

TABLA No. 1. B

BANCOS COMERCIALES.

MEXICO, 1971-1981

(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFICADO (1)	RESTO DEL MUNDO	BANCOS		BANCA		COMERC. OTROS (2)	GOBIERNO		EMPRESAS Y PARTICULARES		
				BANCOS	DESARRQ.	BANCA	BANCA		TOTAL DEPOSITOS	TOTAL	DINERO	DEPOSITOS	
1971	167.1	93.7		6.2							87.5	29.9	57.6
1972	192.6	110.6		4.7							105.9	35.9	70.0
1973	219.5	133.6		6.6							126.9	43.5	83.5
1974	255.6	149.4		8.3							141.1	53.0	88.1
1975	318.9	185.8		12.0							174.8	63.7	111.1
1976	379.1	242.5		36.0							206.5	72.3	134.2
1977	477.6	350.3		22.9							327.4	102.4	225.0
1978	627.2	501.6		17.3							484.3	139.8	344.5
1979	995.2	725.9	88.3	42.9	17.3	18.5			47.6		548.1	188.3	359.9
1980	1435.1	1065.3	166.9	56.6	18.4	23.5			61.1		780.6	278.6	501.7
1981	2108.4	1642.7	266.3	58.9	19.5	31			99.9		1217.5	364.6	852.9

(1) No incluye capital.

(2) Comprende los intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No. 1. 5
 BANCOS COMERCIALES.
 MEXICO, 1982-1993
 (MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL		TOTAL BANCOS	BANCOS DESARRO.		BANCA COMERC.	OTROS (2)	GOBIERNO		EMPRESAS Y PARTICULARES	
	TOTAL CLASIFI- CADO (1)	RESTO DEL MUNDO		BANCA DESARRO.	BANCA COMERC.			TOTAL DEPOSITOS	DINERO DEPOSITOS		
1982	3973	3599	69	33	13	213	27	26	437	1966	
1983	6589	6026	161	71	52	342	59	24	652	3267	
1984	10511	9453	216	122	10	545	84	32	1036	5593	
1985	16330	14220	320	167	25	980	75	22	1562	7835	
1986	33637	28015	626	370	98	2000	145	18	2377	14930	
1987	73566	64861	1456	871	201	4752	201	14	42941	38152	
1988	105460	56888	1955	703	906	7971	357	27	27495	20575	
1989	154072	112567	3435	2612	183	10323	681	5	73569	63932	
1990	238251	201595	10065	8255	1554	12575	673	2	137080	115819	
1991	367653	318645	35014	20458	13437	16491	1362	154	208282	136265	
1992	454571	390046	47994	28881	17973	21437	1587	3	259203	177495	
1993	547997	468270	72364	38450	30155	26563	1675	23	298943	200721	

(1) No incluye capital.

(2) Comprende los intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No.2. A
INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
MEXICO, 1971-1981
(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

AÑOS	RECURSOS: POR SECTOR DEUDOR										EMPRESAS Y PARTICULARES	
	TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS	RESTO DEL MUNDO	GOBIERNO	TOTAL BANCOS		BANCA DESARRO.	BANCA COMERC.	OTROS (1)	TOTAL	VALORES	CREDITO	
				BANCOS	DESARRO.							TOTAL
1971	77.5		2.8	9.7	8.9		0.8	65.0	4.4	60.6		
1972	99.4		2.8	13.3	12.5		0.8	73.3	4.8	68.6		
1973	108.8		1.9	17.3	16.5		0.8	89.6	6.4	83.2		
1974	139.0		28.0	22.7	1.1		0.2	88.3	6.8	81.5		
1975	185.8		35.4	31.2	1.6		1.0	119.1	9.1	110.0		
1976	284.5		6.2	40.7	38.4		2.2	237.7	12.2	225.5		
1977	358.8		89.0	37.7	1.4		1.2	232.1	14.8	217.4		
1978	389.3		74.1	35.9	0.9		0.2	279.2	16.4	262.9		
1979	509.9	0.2	96.9	63.9	50.8		13.1	348.9	22.2	326.7		
1980	708.9	0.1	121.6	125.4	110.6		14.8	461.8	30.7	431.1		
1981	1130.0	1.7	331.5	196.9	158.6		38.2	599.9	41.1	558.8		

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO. Varios años.

TABLA No.2. A
INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
MEXICO, 1982-1993
(MILES DE MILLONES DE PESOS. AL FINAL DE CADA AÑO)

RECURSOS: POR SECTOR DEUDOR												
AÑOS	TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS	RESTO DEL MUNDO					TOTAL		BANCA		EMPRESAS Y PARTICULARES	
		GOBIERNO	BANCOS	DESARRO.	COMERC.	OTROS (1)	TOTAL	BANCA	OTROS	VALORES	CREDITO	
1982	2752	6	1184	216	175	41	78	1266	63	1203		
1983	4007	18	1728	317	219	98	100	1843	82	1761		
1984	5921	43	2491	492	369	123	135	2759	98	2661		
1985	10908	67	5102	619	444	174	317	4803	87	4716		
1986	25342	324	13508	1617	1260	357	747	10145	193	9952		
1987	68071	521	40542	3898	2934	564	2632	20478	361	20117		
1988	81690	699	46269	7289	5062	2227	3307	24127	1737	22390		
1989	85741	820	51546	7040	3189	3851	3212	23124	1557	21566		
1990	87446	302	48704	12535	1483	11053	2528	22877	1448	21429		
1991	99530	1177	52142	19576	1603	17972	3443	23194	2189	21005		
1992	125361	2164	57384	27095	2657	24438	7931	30787	3858	26929		
1993	161906	2359	58856	45271	4064	41207	14875	40545	5701	34844		

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO. *Años años.

TABLA No. 2. B
 INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
 MEXICO, 1971-1981
 (MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFI- CADO (1)	RESTO DEL MUNDO			BANCOS			BANCA		COMERC.		OTROS (2)		TOTAL DEPOSITOS		EMPRESAS Y PARTICULARES	
			MUNDO	BANCOS	DESARRO.	BANCA	COMERC.	OTROS (2)	TOTAL	DINERO	DEPOSITOS	TOTAL	DINERO	DEPOSITOS				
1971	84.0	48.3		6.3									40.1	1.2	38.8			
1972	95.7	55.6		12.0									43.6	2.0	41.6			
1973	117.9	75.2		16.6									58.7	1.9	56.8			
1974	150.8	102.4		22.5									79.9	2.5	77.3			
1975	202.4	137.8		29.8									107.9	4.0	104.0			
1976	344.4	250.3		35.1									225.2	4.5	220.7			
1977	431.4	348.1		38.2									309.9	5.6	304.2			
1978	471.0	379.0		34.9									344.1	6.8	337.3			
1979	631.3	512.7	292.1	85.4	52.1	21.5						47.9	87.4	6.7	80.7			
1980	633.4	710.7	320.0	165.4	110.6	26.1						86.7	138.7	8.4	130.3			
1981	1309.6	1108.1	556.9	224.0	149.0	39.8						120.9	206.4	84.7	121.7			

(1) No incluye capital.

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No. 2. B

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.

MEXICO, 1982-1993

(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFICADO (1)	RESTO DEL MUNDO			BANCA			GOBIERNO			EMPRESAS Y PARTICULARES		
			BANCCS	DESARRO.	BANCA	COMERC.	OTROS (2)	TOTAL DEPOSITOS	TOTAL	DINERO	DEPOSITOS			
1982	3589	3129	427	139	181	40	195	14	255	20	233			
1983	5487	4624	472	208	163	71	297	2	462	26	436			
1984	7765	6618	787	387	246	57	394	4	828	58	770			
1985	14262	12433	9331	425	367	116	859	780	1107	72	1035			
1986	33883	30362	24991	1318	626	246	882	450	1817	86	1732			
1987	65259	79266	55483	2916	2189	678	3547	1612	4166	163	4003			
1988	102159	90361	64357	5569	274	1316	9212	1683	7521	247	7275			
1989	108801	86762	70643	3637	1869	2767	6232	2098	1006	338	668			
1990	103772	78414	6114	2841	903	5404	6133	3324	1377	417	950			
1991	116282	90324	70595	3275	949	7129	4435	2967	3695	1056	2639			
1992	142839	103243	60352	4818	814	7939	4379	2914	5755	1333	4422			
1993	181670	126526	94590	2851	894	13367	5380	3697	7776	1665	6111			

(1) No incluye capital.

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No. 3. A
BANCO DE MEXICO.
MEXICO, 1971-1981
(MILES DE MILLONES DE PESOS AL FINAL DE CADA AÑO)

AÑOS	RECURSOS: POR SECTOR DEUDOR										EMPRESAS Y PARTICULARES		
	TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS	RESTO DEL MUNDO		GOBIERNO	TOTAL BANCOS		BANCA DESARRO.	BANCA COMERC.	OTROS (1)	TOTAL	VALORES		CREDITO TOTAL
		ACTIVOS	DEL		BANCOS	BANCA					TOTAL	TOTAL	
1971	19.6	0.7	14.6	2.0	0.8	1.2			2.3	0.5	1.8		
1972	41.2	0.7	38.4	0.6	0.3	0.3			1.5	0.4	1.1		
1973	64.8	0.8	60.4	0.9	0.5	0.3			2.7	0.3	2.3		
1974	124.1	0.8	118.6	0.5	0.2	0.2			4.3	0.9	3.4		
1975	161.5	0.8	155.6	0.8	0.2	0.6			4.3	0.4	3.9		
1976	246.3	1.4	214.3	20.5	20.3	0.2			10.2	0.4	9.7		
1977	288.0	1.7	259.6	9.3	9.1	0.2			17.4	0.0	17.3		
1978	349.3	2.0	320.0	8.1	7.8	0.2			19.2	0.1	19.1		
1979	481.8	2.0	459.4	19.4	11.7	7.7			0.8		0.8		
1980	658.6	2.4	611.7	43.7	28.8	14.8			1.0		1.0		
1981	951.2	3.3	899.9	46.5	35.4	11.1			1.5		1.5		

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No. 3. A
BANCO DE MEXICO
MEXICO, 1982-1993
(MILES DE MILLONES DE PESOS AL FINAL DE CADA AÑO)

AÑOS	RECURSOS POR SECTOR DEUDOR										EMPRESAS Y PARTICULARES	
	TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS	RESTO DEL		TOTAL BANCOS	BANCA DESARRO.	BANCA COMERC.	OTROS (1)	TOTAL	VALORES		CREDITO TOTAL	
		MUNDO	GOBIERNO						TOTAL	TOTAL		TOTAL
1982	2462	15	2039	306	72	234	99	2		2		
1983	3484	25	3178	124	72	51	153	4		4		
1984	4565	38	4121	182	129	53	219	6		6		
1985	6821	80	6300	122	79	43	310	9		9		
1986	11097	223	10235	142	94	49	480	17		17		
1987	12912	550	11216	173	126	47	937	37		37		
1988	36059	531	32657	1016	853	163	1784	71		71		
1989	42775	628	38732	164	143	22	3156	94	0.1	94		
1990	48206	719	40959	595	559	37	5798	136		136		
1991	34058	763	21867	1257	1223	34	9875	297		297		
1992	34432	948	16064	2418	2405	13	14623	379		379		
1993	17747	1006	-8577	3641	2831	810	21227	450		450		

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES, BANCO DE MEXICO, Varios años.

TABLA No 3. B
BANCO DE MEXICO.
MEXICO, 1971-1981

(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFICADO (1)	RESTO DEL MUNDO	BANCOS			OTROS (2)		GOBIERNO		EMPRESAS Y PARTICULARES
				TOTAL	DESARRO.	BANCA COMERC.	BANCA	TOTAL	TOTAL		
1971	41.5	12.8	0.062	10.3					0.5	1.9	
1972	67.2	32.3	0.041	29.2					0.9	2.2	
1973	89.7	43.0	0.023	38.4					1.7	2.8	
1974	126.8	63.2	0.012	59.5					1.2	2.4	
1975	158.6	88.3	0.002	65.5						2.8	
1976	195.0	74.4	0.007	57.9						16.5	
1977	278.4	144.0		123.5						20.5	
1978	371.9	204.1	0.004	191.1						13.1	
1979	606.3	390.6	3.100	353.9	14.2	349.6			3.6	20.2	
1980	814.7	551.9	0.100	527.0	22.9	504.0			8.0	16.8	
1981	1158.0	796.0	0.400	763.2	38.3	724.9			9.6	22.9	

(1) No incluye capital.

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES. BANCO DE MEXICO. VARIOS AÑOS.

TABLA No 3. B
 BANCO DE MEXICO.
 MEXICO, 1982-1993

(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFICADO (1)	RESTO DEL MUNDO		BANCOS		BANCA DESARRO.	BANCA COMERC	OTROS (2)		GOBIERNO		EMPRESAS Y PARTICULARES	
			MUNDO	RESTO	TOTAL	DESARRO.	BANCA	TOTAL	OTROS	TOTAL	TOTAL			
1982	2619	1731	103	1565	73	1492			14				48	
1983	4361	3091	179	2547	93	2454			166				198	
1984	6920	4889	457	3760	121	3639			296				375	
1985	9814	6359	1085	3974	120	3854			735				565	
1986	18366	11410	3629	5385	264	5121			2023				373	
1987	45874	25490	11311	7554	850	6704			5275				1350	
1988	55644	27197	11014	7714	901	6814			7276				1193	
1989	67028	27702	14200	4984	815	4169			7838		36		643	
1990	86072	35354	19170	6532	989	5543			8763		55		834	
1991	98454	34329	20867	7381	1038	6343			5628		70		383	
1992	103783	30296	18675	7524	1604	5920			3485		86		528	
1993	109293	29256	15649	7108	2069	5039			5801		106		592	

(1) No incluye capital

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras

FUENTE: Elaborado utilizando los INFORMES ANUALES. BANCO DE MEXICO VARIOS AÑOS.

TABLA No 4 A
 TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS
 MEXICO, 1971-1981
 (MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

AÑOS CLASIFICADOS	TOTAL DE ACTIVOS	RECURSOS POR SECTOR DEUDOR					EMPRESAS Y PARTICULARES		
		RESTO DEL MUNDO	GOBIERNO	BANCO DESARRO.	BANCA COMERC.	BANCA OTROS (1)	TOTAL	VALORES	CREDITO
1971	164.4	0.7	49.2	12.0	4.5	7.3	102.6	7.0	95.6
1972	191.5	0.7	52.5	11.4	4.1	7.3	116.6	8.0	108.9
1973	226.5	0.8	66.5	13.0	5.1	8.3	125.3	8.5	116.6
1974	301.2	0.6	142.9	15.8	4.8	4.0	141.7	9.8	131.9
1975	373.3	0.9	183.5	21.1	4.4	3.8	166.4	10.8	155.6
1976	548.5	1.5	353.0	42.2	26.0	5.9	199.9	12.5	187.3
1977	513.2	1.8	336.4	27.5	15.1	1.9	249.2	12.6	236.6
1978	743.7	2.3	390.1	24.6	10.3	1.4	328.1	18.5	309.6
1979	1058.5	4.7	481.5	52.2	33.3	28.6	509.3	23.9	485.0
1980	1471.3	6.3	637.7	59.4	55.1	42.1	729.1	33.9	695.2
1981	2169.9	12.9	561.9	111.4	70.6	20.0	1083.7	48.9	1034.8

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios

FUENTE: Elaboraciones propias utilizando las TABLAS Nos 1, A y 3, A.

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS

MEXICO, 1982-1993

(MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

RECURSOS: POR SECTOR DEUDOR

AÑOS	TOTAL DE ACTIVOS CLASIFICADOS	RESTO					TOTAL BANCOS	BANCA DESARRO.	BANCA COMERC.	OTROS (1)	EMPRESAS Y PARTICULARES	
		MUNDO	GOBIERNO	BANCA	COMERC.	OTROS (1)					TOTAL	CREDITO
1982	4619	78	2545	394	142	252	118	1483	66	1417		
1983	7018	227	3904	320	232	87	186	2382	77	2305		
1984	10534	316	5168	428	336	92	283	4340	48	4292		
1985	17865	665	9837	500	410	90	416	6448	69	6379		
1986	36057	1489	21215	1204	1049	155	766	11382	95	11287		
1987	75970	5198	37318	3380	2758	622	1693	27782	345	27437		
1988	121784	3619	64417	3813	2886	927	2500	47434	530	46904		
1989	175865	4170	73920	3585	2795	789	4542	89648	1247	88401		
1990	253320	6269	88564	3476	1229	2249	14280	140733	2216	138517		
1991	359923	8563	87953	19989	3117	16872	25941	217478	5342	212136		
1992	436624	10388	45993	23991	5213	18778	34352	321900	8783	313117		
1993.	500672	11339	4619	37485	7647	29838	39715	407515	10731	396784		

(1) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

FUENTE: Elaborado utilizando las TABLAS Nos 1. A y 3. A.

TABLA No. 4. B
 TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS
 MEXICO, 1971-1981
 (MILES DE MILLONES DE PESOS, AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFI- CADO (1)	RESTO DEL MUNDO		BANCOS		BANCA		GUBIERNO		EMPRESAS Y PARTICULARES	
			MUNDO	DESAARRO.	COMERC.	OTROS (2)	TOTAL DEPOSITOS	DINERO DEPOSITOS				
1971	208.6	106.5	0.06	16.5					0.5	89.4	29.9	57.5
1972	259.9	143.0	0.04	33.9					0.9	108.2	35.9	70.0
1973	309.2	176.6	0.02	45.1					1.7	129.7	43.5	83.5
1974	382.3	212.6	0.01	67.8					1.2	143.5	53.0	86.1
1975	477.5	275.1	(3)	97.5						177.6	63.7	111.1
1976	574.2	317.0	0.01	94.0						223.0	72.3	134.2
1977	756.0	494.3	(3)	146.4						347.9	102.4	225.0
1978	999.1	705.7	(3)	208.4						497.3	139.8	344.5
1979	1601.5	1117.5	91.40	405.8	31.5	368.1			51.2	568.3	188.3	359.9
1980	2249.8	1617.2	167.00	583.6	41.3	527.5			69.1	797.4	278.6	501.7
1981	3266.4	2438.7	256.70	822.1	57.8	755.9			109.5	1240.4	364.6	652.9

(1) No incluye capital.

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

(3) Cantidades inferiores a 10 millones. Vease detalles en TABLA 3-B.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboraciones propias utilizando las TABLAS Nos. 1, B y 3, B.

TABLA No 4. B
 TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS
 MEXICO, 1982-1993
 (MILES DE MILLONES DE PESOS. AL FINAL DE CADA AÑO)

OBLIGACIONES: POR SECTOR PROPIETARIO

AÑOS	TOTAL DE OBLIGACIONES Y CAPITAL	TOTAL CLASIFICADO (1)	RESTO DEL MUNDO	BANCOS			BANCA		OTROS (2)	TOTAL DEPOSITOS	EMPRESAS Y PARTICULARES	
				TOTAL	DESARRO.	BANCA	COMERC.	TOTAL			DINERO	DEPOSITOS
1982	6592	5330	989	1634	106	1505	227	27	26	2451	437	1966
1983	10950	9117	1723	2708	164	2506	508	59	24	4117	652	3267
1984	17431	14342	2434	3976	243	3649	841	84	32	7004	1036	5593
1985	26144	20580	4533	4294	288	3879	1716	75	22	9962	1562	7835
1986	52005	39425	11566	6011	634	5219	4023	145	18	17680	2377	14930
1987	124440	90351	26823	9010	1721	6904	10027	201	14	44291	4790	38152
1988	161104	84065	30125	9669	1604	7720	15247	357	27	28687	6919	20575
1989	221100	140289	38779	8419	3427	4353	18161	717	5	74212	9638	63932
1990	324323	256949	60172	16597	9254	7097	21339	928	2	137914	21261	115819
1991	466107	352974	78361	42395	21496	19780	22119	1432	154	208665	72017	138265
1992	558354	420344	78500	55518	30485	23893	24922	1673	3	259731	81708	177934
1993	657290	497526	84374	79472	40519	35194	32364	1781	23	295535	98222	200721

(1) No incluye capital.

(2) Comprende intermediarios financieros no monetarios.

NOTA: Los totales agregados pueden no coincidir con la suma de sus componentes, debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaborado utilizando las TABLAS Nos 1.1.B y 3.3.

TABLA No. 5:

BANCOS COMERCIALES
(MILLONES DE PESOS DE 1980)*

ANOS	TOTAL USOS CLASIFICADOS	FUENTES DE FONDOS			USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS			
		EMPRESAS Y PARTICULARES			EMPRESAS Y PARTICULARES			
		GOBIERNO	TOTAL	NO MONE- TARIOS	DINERO	TOTAL	GOBIERNO	TOTAL
1971								
1972	-15687		61290	41501	19788	-55034	-58686	3652
1973	-34187		30936	18707	12229	-7595	-5715	-1880
1974	-72909		-50025	-48956	-1069	-30209	-26646	-3563
1975	20123		33696	26855	6841	-505	-483	-22
1976	120567		-6122	3533	-9655	140651	141375	-724
1977	-130112		109757	94442	15315	-84456	-78470	-5966
1978	23912		164951	132177	32773	-25655	-31561	5906
1979	137885		-45914	-72996	27217	-81227	-63642	2416
1980	36910	-2933	43284	17554	25295	-1980	-3729	1749
1981	154225	18161	185373	174997	10676	28010	23112	4898
1982	96825	-65946	219095	292859	-73765	194179	200428	-6249

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores usando las Tablas No. 1A y 1B.
Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1983.

TABLA No. 5:

BANCOS COMERCIALES: FLUJOS DE FONDOS. *
(MILLONES DE PESOS DE 1980) **

ANOS	FUENTES DE FONDOS			EMPRESAS Y PARTICULARES			USADOS PARA COMPRA DE VALORES		
	TOTAL USOS CLASIFICADOS	GOBIERNO	TOTAL	NO MONE-		TOTAL	GOBIERNO	TOTAL	EMPRESAS Y PARTICULARES TOTAL
				TARIOS	DINERO				
1982									
1983	356643	8288	392644	336959	55685	59829	56980	2849	
1984	396322	4069	441081	378581	62500	47526	52246	-4720	
1985	527064	-924	287455	232859	54595	260712	258583	2129	
1986	831813	4184	472844	424108	48736	446470	444910	1560	
1987	950559	1387	639568	579376	60192	398528	392280	6248	
1988	283633	1950	-193282	-219933	26652	65596	63285	2311	
1989	470902	3224	458070	431045	27025	41204	34075	7129	
1990	552998	1476	487633	398390	89243	102784	95343	7441	
1991	762389	3087	449550	129091	320460	136421	116684	19737	
1992	420470	1239	280513	227127	53386	-180226	-199181	18956	
1993	405573	442	199639	116679	82960	-74274	-84061	9786	

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores usando las Tablas No. 1A y 1B.
Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1993.

TABLA No. 5:

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
(MILLONES DE PESOS DE 1980)*

prim. dif.	F U E N T E S D E F O N D O S				USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS		
	TOTAL USOS CLASIFICADOS	EMPRESAS Y PARTICULARES			TOTAL	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES TOTAL
		GOBIERNO	TOTAL	NO MONE- TARIOS			
AÑOS							
1971							
1972	33494	4970	1607	3364	-375	-831	456
1973	33150	39552	41331	-1779	-817	-5184	4367
1974	18452	26898	25713	1185	83745	87454	-3708
1975	73304	45512	42769	2743	12652	8904	3748
1976	153736	236836	237385	-548	-85965	-89048	3083
1977	-23119	30498	31024	-526	150715	152820	-2105
1978	-48039	-28582	-28965	382	-49551	-48151	-1400
1979	56371	-438988	-437003	-1985	13814	10446	3368
1980	22971	21128	21741	-613	-7916	-8752	836
1981	187925	9252	-33713	58822	143414	141495	1919
1982	460177	201	19290	-57360	319177	320731	-1554

(* Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores utilizando las Tablas No. 2A y 2B.
Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1983 y 1993.

TABLA No. 6:

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES: FLUJOS DE FONDOS. *
(MILLONES DE PESOS DE 1980) **

ANOS	FUENTES DE FONDOS			USADOS PARA COMPRA DE VALORES			
	TOTAL USOS CLASIFICADOS	EMPRESAS Y PARTICULARES		GOBIERNO	TOTAL	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES TOTAL
		GOBIERNO	TOTAL				
1982							
1983	325045	26418	53613	52059	1554	140896	4921
1984	311523	15788	59570	54362	5208	126790	2
1985	517863	48250	29006	27531	1475	270018	-1153
1986	922601	1399	42435	41634	801	508853	6360
1987	1041155	66480	58610	56672	1939	678678	4177
1988	170418	70894	41983	40942	1041	88882	17221
1989	40273	-29626	-64775	-65683	909	50672	-1785
1990	13090	-762	2848	2240	607	-22657	-840
1991	76295	-10721	14635	10601	4034	26385	4678
1992	142298	-308	11348	9822	1526	38071	9194
1993,	183589	5029	10153	8485	1668	16653	9259

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores utilizando las Tablas No. 2A y 2B.
Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1993.

Tabla No. 7:

BANCO DE MEXICO
(MILLONES DE PESOS DE 1980)*

Años	FUENTES DE FONDOS		USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS		
	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES	TOTAL	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES
1971					
1972	1409	893	107202	108250	-1048
1973	3297	1165	70995	71252	-257
1974	-3128	-3570	153135	151577	1558
1975	-4182	110	52099	53937	-1839
1976		32345	69368	69485	-117
1977		-1931	-38341	-37330	-1012
1978		-17566	27365	27238	127
1979	4843	6055	100285	100431	-146
1980	3157	-10373	-6295	-6295	
1981	-381	1375	102506	102506	
1982	-7619	5494	291218	291218	

(*) Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores usando Tablas No. 3A y 3B.

Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1983 y 1993.

TABLA No. 7: BANCO DE MEXICO : FLUJOS DE FONDOS *
(MILLONES DE PESOS DE 1980) **

ANOS	FUENTES DE FONDOS		USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS			
	TOTAL USOS CLASIFICADOS	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES	TOTAL	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES
1982						
1983	264698		38850	295001	295001	
1984	175944		28809	153483	153483	
1985	234271		19742	226275	226275	
1986	255616		-11513	235238	235238	
1987	45282		24399	24474	24474	
1988	289643		-1975	268297	268297	
1989	66769	362	-5462	60400	60399	1
1990	41700	143	1465	17095	17096	-1
1991	-89327	95	-2847	-120542	-120542	
1992	2060	88	799	-31968	-31968	
1993	-83819	100	322	-123787	-123787	

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores usando Tablas No. 3A y 3B.
Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1993.

TABLA No. 8: TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)*

ANOS	TOTAL USOS CLASIFICADOS	FUENTES DE FONDOS			EMPRESAS Y PARTICULARES			USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS		
		GOBIERNO	TOTAL	NO MONE- TARIOS	DINERO	TOTAL	GOBIERNO	EMPRESAS Y PARTICULARES	TOTAL	
										TOTAL
1971										
1972	80516	1409	62183	41501	19788	52168	49564	2604		
1973	42387	3297	32101	18707	12229	63400	65537	-2137		
1974	79026	-3128	-53595	-48956	-1069	122926	124931	-2005		
1975	72612	-4182	33805	26855	6841	51593	53454	-1861		
1976	251600		26223	3533	-9655	210019	210860	-841		
1977	-192753		107827	94442	15315	-122798	-115799	-6998		
1978	44972		147385	132177	32773	1710	-4323	6033		
1979	221069	4843	-39859	-72996	27217	19059	16789	2270		
1980	47382	225	32910	17554	25295	-8275	-10025	1749		
1981	250546	17780	186748	174997	10676	130516	125618	4898		
1982	555908	-73565	224589	292859	-73765	485397	491646	-6249		

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboración de los autores usando las Tablas No. 4A y 4B.
 Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1983.

TABLA No. 8:

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS : FLUJOS DE FONDOS *
(MILLONES DE PESOS DE 1980) **

ANOS	FUENTES DE FONDOS			USADOS PARA COMPRA DE VALORES PRIMARIOS				
	EMPRESAS Y PARTICULARES			EMPRESAS Y PARTICULARES				
	TOTAL USOS CLASIFICADOS	GOBIERNO	TOTAL	NO MONE- TARIOS	DINERO	TOTAL	GOBIERNO	TOTAL
1982								
1983	621342	8288	431494	336959	55685	354830	351981	2849
1984	572266	4069	469889	378581	62500	201009	205729	-4720
1985	761336	-924	307197	232859	54595	486987	484858	2129
1986	1037429	4184	461331	424108	48736	681708	680148	1560
1987	995841	1387	663967	579376	60192	423001	416754	6248
1988	573276	1950	-195256	-219933	26652	333893	331582	2311
1989	537671	3586	452608	431045	27025	101605	94474	7130
1990	594698	1619	489098	398390	89243	119879	112438	7441
1991	673062	3182	446703	129091	320460	15879	-3858	19737
1992	422530	1328	281312	227127	53386	-212193	-231149	18956
1993	321754	543	199961	116679	82960	-198062	-207848	9786

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

(**) Deflactado usando el Índice de Precios del PIB.

Los totales pueden no coincidir con la suma de sus componentes debido al redondeo de cifras.

FUENTE: Elaboracion de los autores utilizando las Tablas No. 4A y 4B.

Para el deflactor, BANCO DE MEXICO, INFORME ANUAL 1993.

TABLA No. 9-A.
 BANCOS COMERCIALES ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS *
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE											
FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICUL	61290	30936	-50025	33696	-6122	109757	164951	-45914	43284	185373	219095
DEPOSITOS	41501	18707	-48956	26855	3533	94442	132177	-72996	17554	174997	292859
DINERO	19788	12229	-1069	6841	-9655	15315	32773	27217	25295	10676	-73765
GOBIERNO											
DEPOSITOS								64033	-2933	18161	-65946
INTERME FINANCIEROS	-8905	5421	682	7040	53321	-45405	-15266	29730	-1110	-9854	92307
RESTO DEL MUNDO								118783	48117	44449	225534.4
TOTAL CLASIFICADO DE											
FUENTES DE FONDOS	52385	36357	-49343	40736	47199	64351.64	149685	166631	87358	238129	470990.6
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICUL	41679	-31750	-44115	8909.6	-10555	-29131.9	61955	185113	43247	130777	-128597
VALORES	3652	-1880	-3563	-22	-724	-5986	5906	2416	1749	4898	-6249
CREDITO	38027	-29870	-40552	8931.6	-9831	-23145.9	56049	182697	41498	125879	-122348
GOBIERNO	-58686	-5715	-26646	-483	141375	-78470	-31561	-83642	-3729	23112	200428
INTERME FINANCIERO	835	3397	-1889	7276	-6330	-18878	-7873	30889	-2876	-3192	1253
RESTO DEL MUNDO	5	79	-84	236	35	-176	391	3147	268	3719	23446
TOTAL CLASIFICADO											
USO DE FONDOS	-16168	-33989	-72734	15938	124525	-126656	22912	135507	36910	154416	96531

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.
 FUENTE: Tablas No. 1A, 1B y 5.

TABLA No 9-A.

BANCOS COMERCIALES ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS *

(MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	392644	441081	267455	472844	639568	-193282	458070	487633	449550	280513	199639
DEPOSITOS	336959	376581	232859	424108	579376	-219933	431045	398390	129091	227127	116679
DINERO	55885	62500	54595	48756	60192	26652	27025	89243	320460	53386	82960
GOBIERNO											
DEPOSITOS	8288	4069	-924	4184	1387	1950	3224	1476	3067	1239	442
INTERME. FINANCIEROS	57224	41985	56016	79272	89384	46502	38099	68231	182259	98751	148177
RESTO DEL MUNDO	170378	70464	152663	268483	189023	45025	54367	126137	104137	12841	44710
TOTAL CLASIFICADO DE											
FUENTES DE FONDOS	628534	557599	495210	824782	919362	-99805	553760	683477	739033	393344	392968
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	232264	316307	219469	294653	408741	245401	419478	392041	483561	574788	429142
VALORES	2849	-4720	2129	1560	6248	2311	7129	7441	19737	18956	9786
CREDITO	229415	323027	216340	293093	402493	243090	412349	384600	463844	555832	419356
GOBIERNO	59980	52246	258583	444910	392280	63285	34075	95343	116684	-199181	-84061
INTERME. FINANCIEROS	31590	13181	18115	51636	65256	-5623	12855	50359	147978	36931	55411
RESTO DEL MUNDO	35992	12368	31757	40793	84384	-19512	4520	15419	14207	9034	4486
TOTAL CLASIFICADO											
USO DE FONDOS	358625	396102	526963	831991	950660	283551	470927	553161	762450	421572	404978

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes

FUENTE: Tablas No 1A, 1B y 5.

TABLA No. 9-B.
 BANCOS COMERCIALES: ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
 (PORCIENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	117	85	101	83	-13	171	110	-28	50	78	47
DEPOSITOS	79	51	99	66	7	147	88	-44	20	73	62
DINERO	38	34	2	17	-20	24	22	16	29	4	-16
GOBIERNO											
DEPOSITOS											
INTERM. FINANCIEROS	-17	15	-1	17	113	-71	-10	38	-3	8	-14
RESTO DEL MUNDO								18	-1	-4	20
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	-258	93	61	56	-8	23	270	137	117	85	-133
VALORES	-23	6	5	(*)	-1	5	26	2	5	3	-6
CREDITO	-235	88	56	56	-8	18	245	135	112	82	-127
GOBIERNO	363	17	37	-3	114	62	-138	-62	-10	15	208
INTERM. FINANCIEROS	-5	-10	3	46	-5	15	-34	23	-8	-2	1
RESTO DEL MUNDO	(*)	(*)	(*)	1	(*)	(*)	2	2	1	2	24
TOTAL CLASIFICADO	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USO DE FONDOS											

(*) Porcientos cercanos a cero.
 FUENTE: TABLA No. 9-A.

TABLA No. 9-B

BANCOS COMERCIALES ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS
(PORCIENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	62	79	58	57	70	194	83	71	61	71	51
DEPOSITOS	54	68	47	51	63	220	78	58	17	58	30
DINERO	9	11	11	6	7	-27	5	13	43	14	21
GOBIERNO											
DEPOSITOS	1	1	-0	1	0	-2	1	0	0	0	0
INTERME. FINANCIEROS	9	3	11	10	10	-47	7	10	25	25	38
RESTO DEL MUNDO	27	13	31	33	21	-45	10	18	14	3	11
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	65	80	41	35	43	87	89	71	63	136	106
VALORES	1	-1	0	0	1	1	2	1	3	4	2
CREDITO	64	82	41	35	42	86	88	70	61	132	104
GOBIERNO	16	13	49	53	41	22	7	17	15	-47	-21
INTERME. FINANCIEROS	9	3	3	6	7	-2	3	9	19	9	14
RESTO DEL MUNDO	10	3	6	5	9	-7	1	3	2	2	1
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: TABLA No. 9-A.

TABLA No. 9-C
 BANCOS COMERCIALES: ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
DEPOSITOS	2.3	1.1	-1.53	1.0	-0.2	3.1	4.4	-1.1	1.0	3.8	4.5
DINERO	1.6	0.6	-1.60	0.8	0.1	2.7	3.5	-1.8	0.4	3.6	6.1
GOBIERNO	0.7	0.4	-0.03	0.2	-0.3	0.4	0.9	0.7	0.5	0.2	-1.5
DEPOSITOS											
INTERM. FINANCIEROS	-0.3	0.2	0.02	0.2	1.6	-1.3	-0.4	1.6	-0.07	0.4	-1.4
RESTO DEL MUNDO								0.7	-0.02	-0.2	1.9
								2.9	1.08	0.9	4.7
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	1.6	-1.3886	-1.4	0.3	-0.3	-0.8	1.5	4.5	1.3	2.7	-2.7
CREDITO	0.1	-0.065	-0.1	(*)	-0.02	-0.2	0.2	0.06	0.04	0.1	-0.1
GOBIERNO	1.4	-1.0	-1.3	0.3	-0.3	-0.7	1.5	4.4	0.9	2.5	-2.5
INTERM. FINANCIEROS	-2.2	-0.2	-0.9	-0.0149	4.2	-2.2	-0.8	-2.0	-0.0834	0.5	4.1
RESTO DEL MUNDO	0.03	0.1	-0.0616	0.2	-0.2	-0.5	-0.2	0.7	-0.0643	-0.0657	0.03
	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	0.01034	0.38	0.01	0.08	0.49
P. I. B.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(*) Porcientos cercanos a cero.
 FUENTE: Tablas No. 9-A y ANEXO I

TABLA No. 9-C.

BANCOS COMERCIALES: ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS. *
(COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993:
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	8.5	9.2	5.8	10.0	13.3	-4.0	9.1	9.2	8.2	5.0	3.5
DEPOSITOS	7.3	7.9	4.7	9.0	12.0	-4.5	8.5	7.6	2.4	4.0	2.1
DINERO	1.2	1.3	1.1	1.0	1.2	0.5	0.5	1.7	5.9	1.0	1.5
GOBIERNO											
DEPOSITOS	0.2	0.1	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
INTERME. FINANCIEROS	1.2	0.9	1.1	1.7	1.9	1.0	0.8	1.3	3.3	1.8	2.6
RESTO DEL MUNDO	3.7	1.5	3.1	5.7	3.9	0.9	1.1	2.4	1.9	0.2	0.8
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	5.0	6.6	4.4	6.2	8.5	5.0	8.3	7.4	8.9	10.2	7.6
VALORES	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	0.3	0.2
CREDITO	5.0	6.7	4.4	6.2	8.3	5.0	8.2	7.3	8.5	9.9	7.4
GOBIERNO	1.2	1.1	5.3	9.4	8.1	1.3	0.7	1.8	2.1	-3.5	-1.5
INTERME. FINANCIEROS	0.7	0.3	0.4	1.1	1.4	-0.1	0.3	1.0	2.7	0.7	1.0
RESTO DEL MUNDO	0.8	0.3	0.6	0.9	1.7	-0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	0.1
P. I. B.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes
FUENTE. Tabla No 9-A y ANEXO II.

TABLA No. 10-A INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	4970	39552	26898	45512	236836	30498	-28582	-438988	21128	25110	-38070
DEPOSITOS	1607	41331	25713	42769	237385	31024	-28965	-437003	21741	-33713	19290
DINERO	3364	-1779	1185	2743	-548	-526	382	-1985	-613	58822	-57360
GOBIERNO											
DEPOSITOS											
INTERME FINANCIEROS	15155	12645	7320	11123	-1483	-14102	-15842	64436	22264	9252	201
RESTO DEL MUNDO								58506	50518	12378	52498
TOTAL CLASIFICADO								392939	-72939	121984	649239
FUENTES DE FONDOS	20125	52197	34218	56636	235354	16396	-44425	76894	20970	168724	663869
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	20381	28815	-74152	49956	234500	-146906	13246	17719	-7548	14311	148149
VALORES	456	4367	-3708	3748	3083	-2105	-1400	3368	836	1919	-1554
CREDITO	19926	24447	-70444	46208	231417	-144801	14647	14351	-8384	12392	149703
GOBIERNO	-831	-5184	87454	8904	-89048	152820	-48151	10446	-8752	141495	320731
INTERME FINANCIEROS	13943	9520	5151	14444	8285	-29033	-13135	27937	39440	30870	-11299
RESTO DEL MUNDO								269	-169	1249	1609
TOTAL CLASIFICADO											
USO DE FONDOS	33494	33150	18452	73304	153736	-23119	-48039	56371	22971	187925	459190

FUENTE: Tablas No. 2A, 2B y 6.

TABLA No. 10-A

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS •
(MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	53613	59570	29006	42435	58610	41983	-64775	2848	14635	11348	10153
DEPOSITOS	52059	54362	27531	41634	56672	40942	-65683	2240	10601	9822	8485
DINERO	1554	5208	1475	801	1939	1041	909	607	4034	1526	1668
GOBIERNO											
CAPITAL Y DEPOSITOS	26418	15788	48250	1399	66480	70894	-29626	-762	-10721	-308	5029
INTERME. FINANCIEROS	19677	48982	30345	91866	84775	40043	-3877	2965	14731	6374	30257
RESTO DEL MUNDO	287387	199996	496111	936543	1010469	-14086	62494	-69177	56571	53749	71527
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	387095	324336	603712	1072243	1220335	138834	-35784	-64125	75216	71163	116966
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	149391	149062	212208	319462	257852	45647	-9972	-1894	2001	41828	49021
VALORES	4921	2504	-1153	6360	4177	17221	-1785	-840	4678	9194	9259
CREDITO	144470	146458	213361	313102	253675	28426	-8187	-1054	-2677	32634	39762
GOBIERNO	140896	124186	271170	502493	674501	71661	52457	-21817	21707	28877	7395
INTERME. FINANCIEROS	31846	34173	32037	85431	103960	50849	-3415	36954	50237	66144	126194
RESTO DEL MUNDO	3107	4068	2460	15412	4904	2233	1201	-140	2368	5437	980
TOTAL CLASIFICADO	325240	311489	517875	922798	1041217	170389	40271	13103	76313	142286	183590
USO DE FONDOS											

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes

FUENTE Tablas No. 2A, 2B y 6.

TABLA No. 10-B

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS
(PORCIENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

Por cientos

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	25	76	79	80	101	186	54	-571	101	15	-6
DEPOSITOS	8	79	75	76	101	189	65	-568	104	-20	3
DINERO	17	-3	3	5	-0	-3	-1	-3	-3	35	-9
GOBIERNO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEPOSITOS	0	0	0	0	0	0	0	84	106	5	0
INTERME. FINANCIEROS	75	24	21	20	-1	-86	36	75	241	7	8
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	511	-348	72	98
TOTAL CLASIFICADO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
FUENTES DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	61	87	-402	68	153	635	-28	31	-33	8	32
VALORES	1	13	-20	5	2	9	3	6	4	1	-0
CREDITO	59	74	-382	63	151	626	-30	25	-36	7	33
GOBIERNO	-2	-16	474	12	-58	-661	100	19	-38	75	70
INTERME. FINANCIEROS	42	29	28	20	5	126	27	50	172	16	-2
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	0	-1	1	0
TOTAL CLASIFICADO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: TABLA No. 10-A.

Tabla No. 10-B

INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(PORCIENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
DEPOSITOS	14	18	5	4	5	30	181	-4		16	9
DINERO	13	17	5	4	5	29	164	-3		14	7
GOBIERNO	0	2	0	0	0	1	-3	-1	5	2	1
CAPITAL Y DEPOSITOS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
INTERME. FINANCIEROS	7	5	8	0	5	51	83	1	-14	-0	4
RESTO DEL MUNDO	5	15	5	9	7	29	11	-5	20	9	26
	74	62	82	87	83	-10	-175	108	75	76	61
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	-46	48	-41	35	25	27	-25	-14	3	29	27
CREDITO	2	1	-0	1	0	10	-4	-6	6	6	5
GOBIERNO	-44	-47	41	34	24	17	-20	-8	-4	23	22
INTERME. FINANCIEROS	-43	-40	52	54	65	42	130	-167	28	20	4
RESTO DEL MUNDO	10	11	6	9	10	30	-8	282	66	-46	69
	1	1	0	2	0	1	3	-1	3	4	1
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE Tablas No. 10-A.

TABLA No. 10-C-INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
 ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
 (COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

P85

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	0.19	1.37	0.88	1.41	7.02	0.87	-0.76	-10.54	0.47	0.52	-0.79
DEPOSITOS	0.06	1.43	0.84	1.32	7.03	0.89	-0.77	-10.59	0.49	-0.69	0.40
DINERO	0.13	-0.06	0.04	0.08	-0.02	-0.02	0.01	-0.05	-0.01	1.21	-1.19
GOBIERNO											
DEPOSITOS											
INTERM. FINANCIEROS	0.57	0.44	0.24	0.34	-0.04	-0.40	-0.42	1.56	0.50	0.19	0.004
RESTO DEL MUNDO								1.42	1.13	0.25	1.39
								9.52	-1.53	2.51	13.44
TOTAL CLASIFICADO											
FUENTES DE FONDOS	0.75	1.81	1.12	1.75	6.97	0.47	-1.18	1.86	0.47	3.47	13.74
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	0.76	1.00	-2.42	1.54	6.95	-4.21	0.35	0.43	-0.17	0.29	3.07
VALORES	0.02	0.15	-0.12	0.12	0.09	-0.06	-0.04	0.08	0.02	0.04	-0.03
CREDITO	0.75	0.85	-2.30	1.43	6.85	-4.15	0.39	0.35	-0.19	0.25	3.10
GOBIERNO	-0.03	-0.18	2.85	0.27	-2.54	4.38	-1.27	0.25	-0.20	2.91	5.54
INTERM. FINANCIEROS	0.52	0.53	0.17	0.45	0.25	-0.83	-0.35	0.58	0.88	0.63	-0.23
RESTO DEL MUNDO								0.01	-0.004	0.03	0.03
TOTAL CLASIFICADO											
USO DE FONDOS	1.26	1.15	0.60	2.26	4.55	-0.66	-1.27	1.37	0.51	3.87	9.50
P. I. B.	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

FUENTE: TABLA No. 10-A y ANEXO I

TABLA No. 10 C. INTERMEDIARIOS NO MONETARIOS GUBERNAMENTALES.
 ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS. *
 (COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1992*
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	1.16	1.2	0.59	0.90	1.21	0.86	-1.28	0.05	0.27	0.20	0.18
DEPOSITOS	1.12	1.1	0.56	0.88	1.17	0.84	-1.30	0.04	0.19	0.17	0.15
DINERO	0.03	0.1	0.03	0.02	0.04	0.02	0.02	0.01	0.07	0.03	0.03
GOBIERNO											
CAPITAL Y DEPOSITOS	0.57	0.3	0.98	0.03	1.38	1.45	-0.59	-0.01	-0.20	-0.01	0.09
INTERME. FINANCIEROS	0.43	1.0	0.62	1.94	1.76	0.82	-0.08	0.06	0.27	0.11	0.54
RESTO DEL MUNDO	6.21	4.2	10.08	19.77	20.95	-0.29	1.24	-1.31	1.04	0.96	1.27
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	3.23	3.11	4.31	6.75	5.35	0.93	-0.20	-0.036	0.04	0.74	0.87
VALORES	0.11	0.05	-0.02	0.13	0.09	0.35	-0.04	-0.016	0.09	0.16	0.16
CREDITO	3.12	3.05	4.34	6.61	5.26	0.58	-0.16	-0.020	-0.05	0.58	0.70
GOBIERNO	3.04	2.59	5.51	10.61	13.98	1.47	1.04	-0.414	0.40	0.51	0.13
INTERME. FINANCIEROS	0.69	0.71	0.65	1.80	2.16	1.04	-0.07	0.701	0.92	1.18	2.24
RESTO DEL MUNDO	0.07	0.08	0.05	0.33	0.10	0.05	0.02	-0.003	0.04	0.10	0.02
P I B.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

TABLA No. 11-A. BANCO DE MEXICO. ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULA GOBERNO	893	1165	-3570	110	32345	-1931	-17566	6055	-10373	1375	5494
DEPOSITOS	1409	3297	-3128	-4182				4843	3157	-381	-7819
INTERM. FINANCIEROS	86134	22901	42148	48799	-109111	90644	75752	180488	37474	78714	172885
RESTO DEL MUNDO	-117	-101	-55	-34	14	-18	6	4164	-4070	217	50471
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	88319	27262	35394	44693	-75752	88695	58202	195550	25187	79925	221232
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULA VALORES	-4712	4039	3413	-1952	12470	7744	-1749	-29942	-75	190	-204
CREDITO	-1048	-257	1558	-1839	-117	-1012	127	-146	-76	190	-204
GOBERNO	-3664	4296	1855	-113	12587	8756	-1876	-29796	-76	102506	291218
INTERM. FINANCIEROS	108250	71252	151577	53937	59485	-37330	27238	100431	-5295	-6795	212109
RESTO DEL MUNDO	-6974	1079	-2342	774	47982	-32813	-4552	13077	17603	219	4777
	-35	-46	-577	-395	1212	-262	23	-512	-290		
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	96529	75324	152072	52366	131149	-62661	29959	82955	10941	96121	507900

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

FUENTE: Tablas No. 3A, 3B y 7.

TABLA No 11-A. BANCO DE MEXICO ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS. •
 (MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993.
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	38850	28809	19724	-11513	24399	-1975	-5462	1465	-2847	798	322
GOBIERNO											
DEPOSITOS							362	143	95	88	100
INTERME. FINANCIEROS	293601	218547	67822	161395	135266	27042	-21559	18994	-14435	-11018	9545
RESTO DEL MUNDO	19677	45239	65185	152131	191713	-3714	31675	38172	10716	-12075	-15202
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	352128	292596	152732	302014	351378	21354	5016	58774	-6471	-22207	-5235
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	518	325	322	443	509	423	237	319	1017	452	357
VALORES							1	-1			
CREDITO	518	325	322	443	509	423	236	320	1017	452	357
GOBIERNO	295601	153483	226275	235238	24474	268297	60399	17096	-120542	-31947	-123785
INTERME. FINANCIEROS	-33140	20179	3166	11429	12148	21146	5176	23599	29924	32551	39320
RESTO DEL MUNDO	2589	2115	4402	8516	8155	-231	959	702	278	1019	291
TOTAL CLASIFICADO											
USO DE FONDOS	264968	176103	234165	255625	45286	289634	66771	41715	-89324	2074	-83617

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

FUENTE: Tablas No. 3A, 3B y 7.

Tabla No. 11-B.
Porcentajes

BANCO DE MEXICO.
ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS
(PORCENTAJES DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
GOBIERNO	1	4	-10	0	-42	-2	-30	3	-40	2	2
DEPOSITOS											
INTERM. FINANCIEROS	2	12	-9	-9	0	0	0	2	12	0	-3
RESTO DEL MUNDO	98	84	119	109	142	102	130	92	143	98	78
	-0.1	0	0	0	0	0	0	2.1	-16	0	22.8
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	-5	5	2	-4	10	-12	-8	-35	-1	0	0
CREDITO	-1	0	1	-4	0	2	1	0	0	0	0
GOBIERNO	-4	5	1	0	10	-14	-9	-35	-1	0	0
INTERM. FINANCIEROS	112	93	100	103	53	50	130	121	-53	107	57
RESTO DEL MUNDO	-7	1	-2	1	37	52	-22	15	151	-7	42
	0	0	0	-1	0.9	0	0	-1	-3	0	1
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: TABLA 11-A.

TABLA No. 11-B BANCO DE MEXICO. ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(PORCIENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	11	10	13	-4	7	-9	-109	2	44	-4	-6
GOBIERNO											
DEPOSITOS	0	0	0	0	0	0	7	0	-1	-0	-2
INTERME. FINANCIEROS	83	75	44	53	38	127	-430	32	223	50	-182
RESTO DEL MUNDO	6	15	43	50	55	-17	632	65	-166	54	290
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	0	0	0	0	1	0	0	1	-1	22	0
VALORES											
CREDITO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
GOBIERNO	0	0	0	0	1	0	0	1	-1	22	0
INTERME. FINANCIEROS	111	87	97	92	54	93	90	41	135	-1540	148
RESTO DEL MUNDO	-13	11	1	4	27	7	8	57	-34	1569	-47
TOTAL CLASIFICADO	1	1	2	3	18	0	1	2	0	49	0
USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE. TABLA No. 11-A.

TABLA No. 11-C.

ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

BANCO DE MEXICO.

1982

FUENTES DE FONDOS REALES	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
EMPRESAS Y PARTICULARES	0	0	-0.1	0	1.0	-0.1	-0.5	0.1	-0.2	0	0.1
GOBIERNO	0.1	0.1	-0.1	-0.1				0.1	0.1	0	-0.2
DEPOSITOS	3.2	0.8	1.4	1.5	-3.2	2.6	2.0	4.4	0.8	1.6	3.6
INTERM. FINANCIEROS	0	0	0	0	0	0	0	0.1	-0.1	0	1.0
RESTO DEL MUNDO											
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	3.3	0.9	1.2	1.4	-2.3	2.5	1.5	4.7	0.6	1.6	4.6
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	-0.2	0.1	0.1	-0.1	0.4	0.2	0	-0.7	0	0	0
VALORES	0	0	0.1	-0.1	0	0	0	0	0	0	0
CREDITO	-0.1	0.1	0.1	0	0.4	0.3	0	-0.7	0	0	0
GOBIERNO	4.1	2.5	4.9	1.7	2.1	-1.1	0.7	2.4	-0.1	2.1	6.0
INTERM. FINANCIEROS	-0.3	0	-0.1	0	1.4	-0.9	-0.1	0.3	0.4	-0.1	4.4
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.1
TOTAL CLASIFICADO	3.6	2.6	5.0	1.6	3.9	-1.8	0.6	2.0	0.2	2.0	10.5
USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
P. I. B.											

FUENTE: TABLA 11-A / ANEXO I

TABLA No 11-C

BANCO DE MEXICO.

ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS •
(COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
GOBIERNO	0.8	0.6	0.4	-0.2	0.5	-0.04	-0.108	0.028	-0.052	0.014	0.006
DEPOSITOS											
INTERME FINANCIEROS	6.3	4.6	1.4	3.4	2.8	0.55	0.007	0.003	0.002	0.002	0.002
RESTO DEL MUNDO	0.4	0.9	1.3	3.2	4.0	-0.08	-0.427	0.360	-0.264	-0.196	0.169
							0.628	0.724	0.196	-0.215	-0.269
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01
CREDITO											
GOBIERNO	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01
INTERME FINANCIEROS	6.37	3.20	4.60	4.97	0.51	5.49	1.20	0.32	0.02	0.01	0.01
RESTO DEL MUNDO	-0.72	0.42	0.06	0.24	0.25	0.43	0.10	0.45	-2.21	-0.57	-2.19
	0.06	5.04	0.09	0.18	0.17	-0.00	0.02	0.01	0.55	0.58	0.70
P I B.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.

FUENTE: Tabla No. 11-A y ANEXO II.

TABLA No. 12-A

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS. *
(MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
FUENTES DE FONDOS REALES										
EMPRESAS Y PARTICULARES										
DEPOSITOS	62183	32101	-53595	33806	26223	107826	147385	-39859	32911	186748
DINERO	41501	18707	-48956	26855	3533	94442	132177	-72996	17554	174997
GOBIERNO	19788	12229	-1069	6841	-9655	15315	32775	27217	25295	10676
DEPOSITOS	1409	3297	-3128	-4182	-55790	45238	50496	58875	224	17780
INTERM. FINANCIEROS	77229	28323	42830	55839	14	-18	6	210217	35364	58860
RESTO DEL MUNDO	-117	-101	-55	-34				122948	44047	44667
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS	140704	65619	-13949	85428	-29553	153046	207887	362181	113545	318055
USOS DE FONDOS REALES										
EMPRESAS Y PARTICULARES										
VALORES	36967	-27711	-40702	6957	1915	-21388	60206	155171	43171	130958
CREDITO	2504	-2137	-2005	-1861	-341	-6998	5033	2270	1749	4898
GOBIERNO	34363	-25574	-38697	8818	2756	-14390	54173	152901	41422	126070
INTERM. FINANCIEROS	49564	55537	124931	53454	210860	-115800	-4323	16789	-10024	125518
RESTO DEL MUNDO	-6139	4476	-4231	3050	41651	-51591	-12425	45965	14727	-9987
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	80361	42335	79537	68304	255674	-189317	43871	218451	47951	250537

(*) Primeras diferencias de los valores correspondientes.
FUENTE: Tablas No. 4A, 4B y 8.

TABLA No. 12-A

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS.
ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS. *
(MILLONES DE PESOS DE 1980)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993.
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
NO MONETARIOS	431494	469890	307179	461331	663967	-195257	452608	489098	446703	281312	199961
DINERO	336959	378581	232859	424108	579376	-219933	431045	398390	129091	227127	116679
GOBIERNO	55685	62500	54595	48736	60192	26652	27025	89243	320460	53386	82960
DEPOSITOS	8288	4069	-924	4184	1387	1950	3586	1619	3182	1328	543
INTERME. FINANCIEROS	350825	260533	123638	240667	224650	73544	16539	87225	167824	87733	157722
RESTO DEL MUNDO	190055	115703	217848	420614	380735	41311	66042	164309	114853	766	29509
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	980662	850195	647941	1126796	1270739	-78452	558775	742251	732562	371139	367735
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	232782	318632	218790	295095	409250	245823	-119714	392359	484597	575239	430099
CREDITO	2849	-4720	2129	1560	6248	2311	7130	7440	19737	18956	9786
GOBIERNO	229933	323352	216661	293535	403002	243512	412584	384919	464860	556283	420313
INTERME. FINANCIEROS	351981	205729	484858	680148	416754	331582	94474	112439	-3858	-231149	-207848
RESTO DEL MUNDO	-1550	33360	21281	63064	77404	15523	18031	73958	177902	69482	94731
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	38581	14483	36199	49309	92539	-19744	5479	16120	14485	10054	4777
	521793	572205	761128	1087617	995946	573185	594876	673127	423626	321759	

(*) Primeras diferencias de las variables correspondientes.
FUENTE: TABLAS No. 4A, 4B y 8.

TABLA No. 12-B

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS.
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(PORCENTAJES DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULA	44	50	384	40	-89	70	71	-11	29	59	32
DEPOSITOS	29	29	351	31	-12	62	64	-20	15	55	42
DINERO	14	19	8	8	33	10	16	8	22	3	-11
GOBIERNO											
DEPOSITOS	1	5	22	-5				19	0	6	-11
INTERME. FINANCIEROS	55	45	-307	65	189	30	29	58	32	22	38
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	34	39	14	40
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULA	46	-65	-51	10	1	11	137	71	90	52	-21
VALORES	3	-5	-3	-3	-0	4	14	1	4	2	-1
CREDITO	43	-60	-49	13	1	3	123	70	87	50	-20
GOBIERNO	52	155	157	78	92	61	-10	8	-21	50	81
INTERME. FINANCIEROS	-8	11	-5	12	16	27	-29	20	31	-4	35
RESTO DEL MUNDO	0	0	-1	0	0	0	1	1	0	2	5
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: Tabla No. 12-A.

TABLA No. 12-B

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS.
ANALISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(PORCENTOS DE TOTALES CLASIFICADOS)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993,
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	44	55	47	41	52	249	81	66	61	76	52
NO MONETARIOS	34	45	36	38	46	280	77	54	18	61	30
DINERO	6	7	8	4	5	-34	5	12	44	14	21
GOBIERNO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
DEPOSITOS	1	0	-0	0	0	-2	1	0	0	0	0
INTERME. FINANCIEROS	36	31	19	21	18	-94	3	12	23	24	41
RESTO DEL MUNDO	19	14	34	37	30	-53	15	22	16	0	8
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES	37	56	29	27	41	43	78	66	72	136	134
VALORES	0	-1	0	0	1	0	1	1	3	4	3
CREDITO	37	57	28	27	40	42	77	55	69	131	131
GOBIERNO	57	36	64	63	42	58	18	19	-1	-55	-65
INTERME. FINANCIEROS	-0	6	3	6	8	3	3	12	26	16	29
RESTO DEL MUNDO	6	3	5	5	9	-3	1	3	2	2	1
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: TABLA No. 12-A.

Tabla No. 12-C

TOTAL DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS MONETARIOS.
ANÁLISIS DE FUENTES Y USOS DE FONDOS SELECCIONADOS.
(COMO PORCENTAJES DEL P. I. B.)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
FUENTES DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
DEPOSITOS	2.3	1.1	-1.7	1.0	0.8	3.1	3.9	-1.0	0.7	3.8	4.6
DINERO	1.6	0.6	-1.5	0.8	0.1	2.7	3.5	-1.8	0.4	3.6	6.1
GOBIERNO	0.7	0.4	0	0.2	-0.3	0.4	0.9	0.7	0.5	0.2	-1.5
DEPOSITOS	0.1	0.1	-0.1	-0.1				1.7	0	0.4	-1.5
INTERME. FINANCIEROS	2.9	1.0	1.4	1.7	-1.7	1.3	1.6	5.1	0.8	1.4	5.5
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	3.0	1.3	0.9	5.7
TOTAL CLASIFICADO DE FUENTES DE FONDOS.	5.3	2.2	-0.5	2.5	-0.9	4.4	5.5	8.8	2.5	5.5	14.3
USOS DE FONDOS REALES											
EMPRESAS Y PARTICULARES											
VALORES	1.4	-1.0	-1.3	0.2	0.1	-0.6	1.5	3.8	1.0	2.7	-2.7
CREDITO	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0	-0.2	0.2	0.1	0	0.1	-0.1
GOBIERNO	1.3	-0.9	-1.3	0.3	0.1	-0.4	1.4	3.7	0.9	2.5	-2.5
INTERME. FINANCIEROS	1.9	2.3	4.1	1.7	6.2	-3.3	-0.1	0.4	-0.2	2.5	10.2
RESTO DEL MUNDO	-0.2	0.2	-0.1	0.2	1.2	-1.5	-0.3	1.1	0.3	-0.2	4.4
RESTO DEL MUNDO	0	0	0	0	0	0	0	0.1	0	0.1	0.5
TOTAL CLASIFICADO USO DE FONDOS	3.0	1.5	2.6	2.1	7.5	-5.4	1.2	5.3	1.1	5.2	12.5
P. I. B.	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

FUENTE: Tabla No. 12-A y ANEXO I

BIBLIOGRAFÍA

- ♣ Albert, Michel (1992) **Capitalismo contra Capitalismo**, México, Paikos, 1992
- ♣ Acciones y Valores de México. En: Análisis Financiero y Bursátil, junio de 1989
- ♣ Aguilar Quintero, J. Gpe. (1992) "La racionalidad de la apertura a la competencia externa y del Acuerdo de Libre Comercio" En: Temas Económicos, # 11/12, Enero de 1992
- ♣ Alvarez, Alejandro (1993) **Los salarios y las ventajas comparativas de América Latina**, 1993
- ♣ Alvarez Béjar, Alejandro (1994) "Industrial Restructuring and the Role of Mexican Labor in NAFTA" En: U.C. Davis Law Review, Vol. 27, #4, Summer 1994, pp. 897-915
- ♣ Andere E. y G. Kessel,(Ed.) **México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio: Impacto Sectorial**, ITAM y McGraw-Hill, México, 1992
- ♣ Aspe, P. (1992) "Entorno y desafíos del sistema bancario" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, 1992, pp. 955-960
- ♣ Aspe, Pedro (1994) "La reforma financiera de México" En: Comercio Exterior, Vol. 44, Diciembre de 1994, pp. 1044-1047
- ♣ Aspe Armella, P. (1993) **El Camino Mexicano de la Transformación Económica**, F.C.E, México, 1993
- ♣ Bain, A.D. (1973) "Surveys in Applied Economics: Flow of Funds Analysis" En: Economic Journal, December, 1973
- ♣ Banco de México. "El comportamiento de la economía mexicana durante 1980" En: Comercio Exterior, #3, 1981, pp. 323-332
- ♣ Banco de México. "La economía mexicana en 1981" En: Comercio Exterior, #4, 1982, pp. 447-452
- ♣ Banco de México. Boletín de Economía Internacional. Varios años
- ♣ Banco de México. Indicadores Básicos. Varios años
- ♣ Banco de México. Informes Anuales. Varios años
- ♣ Banco de México. **La economía mexicana en 1992**
- ♣ Banco Mundial. **World Development Report, 1989**, Washington, DC., Banco Mundial, 1989
- ♣ Basave Kunhardt, Jorge (1994A) "Recursos empresariales y circuitos financieros" En: Comercio Exterior, Vol. 44, diciembre de 1994, pp. 1102-1107
- ♣ Basave Kunhardt, Jorge (1994B) "Grupos empresariales en México, estructura y estrategias de inversión 1974-1994" Tesis Doctoral, División de Estudios de Posgrado, Fac. de Economía, UNAM, México, 1994
- ♣ Basave Kunhardt, Jorge (1996) **Deuda Externa Empresarial en México. Un Análisis Comparativo de sus Períodos de Crecimiento**" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 303-326
- ♣ Beckett Sean and Charles Morris. (1993) **Reduced Form Evidence on the Substitutability Between Bank and Non Bank Loans**, Research Working Paper 93 - 18, Research Division, **Federal Reserve Bank of Kansas City**, December 1993
- ♣ Ben Amor, A. (1974) "The Role of Financial Intermediaries and Economic Growth in Tunisia", Tesis Doctoral, New York University, 1974
- ♣ Benett, R.L. (1965) **The Financial Sector and Economic Development: The Mexican Case**, The Johns Morphis Press, Baltimore, 1965
- ♣ Bernanke, Ben S. (1983) "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression." En: American Economic Review, 1983, 73, pp. 257- 276
- ♣ Bernanke, Ben S. and Cara S. Lown (1992) "The Credit Crunch." En: Brookings Papers on Economic Activity, Brainard, Williams and George L. Perry, Editors, The Brookings Institution, Washington, 1992, 2
- ♣ Bernanke, Ben y Mark Gertler (1992) "Banking and Macroeconomic Equilibrium." En: American Economic Review, 1992, 87, pp. 89-111

- ♣ Bhatt, V.V. (1980) "Saving and Flow of Funds Analysis: A Tool for Financial Planning in India" En: **Money and Monetary Policy in Less Developed Countries**, (Ed. Khatkhate, D.R. y W.L Coats), Maxwell, NY, 1980
- ♣ Bianchi, A., A. C. Diz, C. Mansell y F. Morris (1994) **Reformas y reestructuración de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- ♣ Bolsa Mexicana de Valores. Informe Anual, 1992
- ♣ Borja Martínez, F. (1991) **El Nuevo Sistema Financiero Mexicano**. F.C.E., México, 1991
- ♣ Breich, J.M. (1972) **Estructura y Transacciones del Sistema Financiero**, México, CEMLA
- ♣ Brothers, Dwight S. y Leopoldo Solis (1967) **Evolución financiera de México**, CEMLA, 1967
- ♣ Buiter, W.H. (1983) "Measurement of the public sector deficit and the applications for policy evaluations and design" En: IMF Staff Papers, Vol. XXX, 1983, pp. 306-49
- ♣ Burns, J.E. (1967) "Financial Intermediaries and Economic Growth in Venezuela", Tesis Doctoral, Universidad de Oregon, 1967
- ♣ Cabello, Alejandra (1997) "Liberalization and Deregulation of the Mexican Stock Market" En: (Ghosh, D. and E.Ortiz, Eds.) **The global Structure of Financial Markets. An Overview**, Rutledge, London, 1997
- ♣ Cabello, Alejandra (1997) "Globalización, desregulación y desarrollo. El caso de la Bolsa y la Comisión Nacional de Valores de México", Tesis Doctoral, UNAM, Facultad de Ciencias Políticas y Sociales
- ♣ Cabello, A. y E. Ortiz (1993) "Globalización financiera en los países en desarrollo: retos y perspectivas" En: Memoria. III Congreso Nacional Académico en Administración, Contaduría e Informática y VII Simposio Hispánico sobre Negocios y Economía, Sept. 1993, pp. 17-21
- ♣ Cabello, Alejandra (1994) "Deregulation and the Mexican Stock Market" Proceedings. Fourth International Conference. International Trade and Finance Association
- ♣ Cabello, Alejandra y Edgar Ortiz (1995) "Debt Crisis and Economic Recovery and Performance of the Emerging Latin American Equity Markets" En: (Peter H. Gray y Sandra C. Richards, Eds.) **International Finance in a New World Order**, Oxford, England, Elsevier Science, 1995
- ♣ Cameron, Rondo, et al. (1967) **Banking in the Early Stages of Industrialization**, New York, Oxford University Press, 1967
- ♣ Carstens, Agustín G.C. (1993) **The Mexican Financial System**. Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas, 1993
- ♣ Chant, J.F. (1994) "El sector financiero en el TLC: dos más uno igual a reestructuración" En: (Globerman St. y M. Walker, Comp.) **El TLC: un enfoque trinacional**, FCE/Economía Contemporánea, México, 1994
- ♣ Chavez, J., K. Fischer y E. Ortiz (1996) "Liberalización Financiera y solvencia bancaria: un estudio comparativo de América Latina y Asia" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 39-116
- ♣ Cho, Y.J. (1986) "The effects of financial liberalization on the development of the financial markets and the allocation of credit to corporate sectors: The Korean Case", Discussion Papers. Development Research Department. # 166, The World Bank, 1986
- ♣ Coats, Jr. W. L. and D.R. Khatkhate (1980) "Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: Survey of Issues and Evidence" En: **Money and Monetary Policy In Less Developed Countries** (Coats, Jr. W. L. and D.R. Khatkhate, ed.), Maxwell, NY., 1980
- ♣ Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Boletín Estadístico, Varios Volúmenes
- ♣ Concentración en el Sistema Financiero Mexicano, Documento #34, Banco de México, Marzo de 1981
- ♣ Cordera Campos, Rolando (1996) "Las lecciones de la devaluación: renovación de pactos e innovación democrática" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- ♣ Correa, Eugenia (1994) "Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1093-1101
- ♣ Correa, Eugenia y Ricardo Calvo (1996) "Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana" En: Comercio Exterior, Vol. 46, #4, México, Abril de 1996
- ♣ Cooley, T. and G.D. Hansen (1989) "The Inflation Tax in the Real Business Cycle Model" En: American Economic Review, Sept., 1989, 79 (4), pp. 733-748

- ☛ Cottrell, Allin (1994) "Post-Keynesian Monetary Economics" En: Cambridge Journal of Economics, 1994, 18, pp. 587-605
- ☛ Criterios Generales de la Política Económica para 1992. En: El Mercado de Valores, año LII, enero 1, 1992, #1
- ☛ Cypher, James M. (1992) **Estado y Capital en México. Política de Desarrollo desde 1940**, Siglo XXI, México, 1992
- ☛ Dávalos López, E. (1991) "La mundialización de los mercados financieros en la década de los ochenta" En: Economía Informa, #195, enero-marzo 1991
- ☛ Davies, W.E. and P.J. Drake (1964) "Flow and Funds Social Accounting: A Malaya Example" En: Malayan Economic Reviews, October, 1964
- ☛ Dávila Aldás, Francisco (1995) **Del Milagro a la Crisis**, Fontamar, México, 1995
- ☛ De Grauwe, Paul (1989) **International Money. Postwar Trends and Theories**. Clarendon Press, Oxford, 1989
- ☛ Dhantine, J.P., J. Donaldson and L. Smith (1987) "On the Superneutrality of Money in a Stochastic Dynamic Macroeconomic Model" En: Journal of Monetary Economics, Dec., 1987, 20 (3), pp. 475-499
- ☛ De Olloqui, José Juan (1990) "Aspectos financieros de la relación de México con la Cuenca del Pacífico" En: Comercio Exterior, Vol. 40, #4, abril de 1990
- ☛ Diario Oficial de la Federación, varios números
- ☛ Díaz - Alejandro, C. (1985). "Good - Bye Financial Repression, Hello Financial Crash" En: Journal of Development Economics, 1985, 19
- ☛ Dornbush, R. and A. Reynoso (1989) "Financial Factors in Economic Development" Working Papers Series, Working Paper 2889, National Bureau of Economic Research, 1989
- ☛ Drake, P.J. (1969) **Financial Development in Malaya and Singapore**, Camberra, Australia, 1969
- ☛ Drake, P.J. (1980) **Money, Finance and Development**, Oxford, Martin Robertson, 1980
- ☛ Durán, Esperanza (1984) "El petróleo y la revolución en México: trayectoria de una política nacional" En: Cuadernos sobre perspectiva energética, #57, El Colegio de México, 1984
- ☛ Economic Council of Canada (1989) **Globalization and Canada's Financial Markets**, Ottawa, Canada, 1989
- ☛ Edwards, J. y K. Fisher (1994) **Banks, Finance and Investment in Germany**, Cambridge University Press, 1994
- ☛ Ejea Guillermo, Celso Garrido, Cristian Leriche, y Enrique Quintana (1991) **Mercado de Valores. Crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990**, UAM Azcapotzalco, México, 1991
- ☛ El Mercado Accionario durante 1991. En: El Mercado de Valores, año LII, enero 15, 1992, #2
- ☛ Espinoza Villareal, O. (1991) "La Globalización de los Mercados Financieros: El Caso de México" En: Memoria. Convención del Mercado de Valores. 1991", pp. 51-60
- ☛ Fabozzi, F., F. Modigliani y M. Ferri (1996) **Mercados e Instituciones Financieras**, Prentice Hall, México, 1996
- ☛ Fadl Kuri, S. y S. Puchot Santander (1995) "La banca de desarrollo en el marco de la reforma económica" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 42-53
- ☛ Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (Comp.) (1995) **Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina**, FCE/CEPAL, México, 1995
- ☛ **Financial Market Trends**, OECD, Paris, Octubre de 1992
- ☛ Fischer, K.P., Ortiz, E. y A. P. Palasvirta (1992) "From Banca To Bolsa: Corporate Governance and Equity Finance in Latin America" Paper. Inaugula Conference on Financial Management. Suffolk University, November, 1992
- ☛ Fischer K.P., Ortiz E. y A.P. Palasvirta (1994) "Financiamiento Corporativo e Integración Financiera: Papel de las Asimetrías en la Información en el Financiamiento Accionario" En: **Integración Financiera y TLC** (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI
- ☛ Fisher, Irving (1963) **The Purchasing Power of Money**, New York, A.M. Kelley, 1963
- ☛ Frankel, A.B. y J. Montgomery (1991) "Financial Structure. An International Perspective" En: Brookings Papers on Economic Activity (Brainard, Williams and George L. Perry, Ed.). The Brookings Institution, Washington, 1991, 1

- ♣ Friedman, Milton (1959) "The Demand of Money: Some Theoretical and Empirical Results" En: Journal of Political Economy, August 1959, 67 (4), pp. 327-351
- ♣ Fry, Maxwell J. (1978) "Money and capital or financial deepening in economic development?" En: Journal of Money, Credit and Banking, November 1978
- ♣ Garrido Celso y Tomás Peñalosa Webb (1996) **Ahorro y Sistema Financiero Mexicano**, Grijalbo, México, 1996
- ♣ Gavin, Michel (1991) "The Mexican Oil Boom", Discussion Paper #548, Department of Economics, Columbia University, May 1991
- ♣ Gavito Mohar, J., S. Sánchez García e I. Trigueros Legarreta (1992) "Los servicios financieros y el Acuerdo de Libre Comercio: Bancos y Casa de Bolsa" En: (Eduardo Andere y Georgina Kessel, Ed.) **México y el Tratado Trilateral de Libre Comercio: Impacto Sectorial**, ITAM y McGraw-Hill, México, 1992
- ♣ Galbis, V. (1977) "Financial Intermediation and Economic Growth in Less - Developed Countries" En: P.C.S. Arye (ed.) **Finance in Developing Countries**, Frank Cass, London
- ♣ Genel J.A. (1978) **La Estrategia del Estado en el Desarrollo Financiero**, CEMLA, México, 1978
- ♣ Gereffi, Gary (1993) "Como contribuyen las industrias maquiladoras al desarrollo nacional de México y a la integración de América del Norte?" En: **Liberación económica y libre comercio en América del Norte** (Gustavo Vega Canovas, Coord.), El Colegio de México, México, 1993, pp. 239-273
- ♣ Ghaffary, R. (1973) "Measuring the growth of financial institutions in Iranian economy" Tesis Doctoral, State University of New York, 1973
- ♣ Ghosh, D.K. y E. Ortiz (1994) "The Changing Environment of International Finance. Introduction" En: **The Changing Environment of Financial Markets**, MacMillan, Great Britain, 1994
- ♣ Girón, Alicia (1995) "Nuevas modalidades de financiamiento y riesgo financiero" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #12, México, diciembre de 1995, pp. 936-944
- ♣ Girón, Alicia (1994) La banca comercial de México frente al TLC. En: "Comercio Exterior", diciembre de 1994, pp. 1068-1074
- ♣ Girón, Alicia (1995) "La banca comercial en Canadá, Estados Unidos y México" En: (Girón, A., E. Ortiz y E. Correa, Comp.) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, Siglo XXI/IIIE, UNAM, México, 1995, pp. 251 - 268
- ♣ Girón, A., E. Ortiz y E. Correa (Comp.) (1995) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, Siglo XXI/IIIE, UNAM, México, 1995
- ♣ Globalization and Canada's Financial Markets, Ottawa, Canada: Supply and Services Canada, 1989
- ♣ Gliberman St. y M. Walker, (Comp.) **El TLC: un enfoque trinacional**, FCE/Economía Contemporánea, México, 1994
- ♣ Goacher, D.J., P.J. Curwen et al. (1987) **British Non - Bank Financial Intermediaries**, London, Allen & Unwind, 1987
- ♣ Goldsmith, R. W. (1958) **Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900**, Princeton University Press, Princeton, NJ, 1958
- ♣ Goldsmith, R.W. (1965) **The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy**, New York, National Bureau of Economic Research, 1965
- ♣ Goldsmith, R.W. (1969) **Financial Structure and Development**, New Haven, Conn., Yale University Press, 1969
- ♣ Goldsmith, R.W. (1975) "Some reflecting on the past, present and future of financial institution" En: P. Frantzian (ed.) **Current Problems of Financial Intermediaries**, Rotterdam, Rotterdam University Press, 1975
- ♣ Goldsmith, R.W. (1985) **Comparative National Balance Sheets**, Chicago, University of Chicago Press, 1985
- ♣ Gómez Oliver, Antonio (1982) **Desarrollo Financiero y Crecimiento Económico. Las experiencias de México y otros países latinoamericanos**, Fondo de Cultura Económica, México, 1982
- ♣ González-Arechiga, Bernardo y Rocío Barajas Escamilla (1989) **Las maquiladoras: ajuste estructural y desarrollo regional**, El Colegio de la Frontera Norte / Fundación Friedrich Ebert, Tijuana, México, 1989

- ☛ González Hermsillo Brenda, Kate Langdon y Brien O'Reilly (1992) "Vista preliminar del Acuerdo de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México" En: Monetaria, Vol. XIV, #1, enero-marzo 1992
- ☛ Goodhart (1987) "Why do Banks Need a Central Bank", Oxford Economic Papers 39, 1987, pp. 45-52
- ☛ Gruben W.C., J.II. Welch y J.W. Gunther, "US Banks Competition and the Mexican Banking System: How Much Will NAFTA Matter?", En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, Sept., 1994
- ☛ Guillen R., Arturo (1994) "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana" En: Comercio Exterior, Vol. 44, #12, 1994, pp. 1075-1082
- ☛ Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1956) "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process" En: Journal of Finance, 11, 1956
- ☛ Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1967) "Financial Structure and Development" En: Economic Development and Cultural Change, April, 1967
- ☛ Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1960) Money in a Theory of Finance, Washington, DC, Brookings Institution, 1960
- ☛ Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1955) "Financial Aspects of Economic Development" En: American Economic Review, Sept., 1955
- ☛ Gurley, J.G. and E.S. Shaw (1956) "Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process" En: Journal of Finance, 11, 1956
- ☛ Gurría Treviño, J.A. (1995) "Corrientes de capital: El caso de México" En: Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina, Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (Comp.), FCE/CEPAL, México, 1995
- ☛ Gutiérrez Pérez, Antonio (1990) "El sistema bancario estadounidense en los ochentas: tendencias y desafíos" En: Comercio Exterior, Vol. 40, #4, abril de 1990
- ☛ Gutiérrez Pérez, Antonio (1991A) "La Globalización de las finanzas: una nueva fase de la internacionalización del capital dinerario" En: Economía Informa, #197-198, agosto-septiembre de 1991
- ☛ Gutiérrez Pérez, Antonio (1991B) "La evolución de los mercados bursátiles en los ochenta. Una perspectiva internacional" En: Mercado de valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970-1990 (Ejea G., C. Garrido, C. Leriche y E. Quintana, Ed.), UAM, Atzacapotzalco, México, 1991
- ☛ Gutiérrez Pérez, Antonio (1995) "Nuevas estructuras bancarias y fragilidad financiera" En: (Girón, A., E. Ortiz y E. Correa, Comp.) Integración Financiera y TLC. Retos y Perspectivas, Siglo XXI, IIE/UNAM, 1995.
- ☛ Guzmán Calafell J. y A. Monte Aja (1993) "Crecimiento económico, financiamiento externo y ahorro interno en México en 1990-1994" En: Monetaria, Vol. XV, #4, 1993
- ☛ Guzmán M., Roberto (1988) Bolsa de valores: Estrategias y Perspectivas. M.A. Porrúa, México, 1988
- ☛ Haneine, Ernesto (1987) Sustitución de exportaciones, Diana, México, 1987
- ☛ Haupt, James V. (1988) "International Trends for US Banks and Banking Markets" En: Federal Reserve System, May of 1988
- ☛ Heyman, T. (1989) Invertir en México, Ed. Milenio, México, 1989
- ☛ Hicks, J.R. (1967) Critical Essays in Monetary Theory, Oxford, Clarendon Press, 1967
- ☛ Huerta G., Arturo (1991) Economía mexicana: más allá del milagro, Diana, México, 1991
- ☛ Huerta G., Arturo (1994) La política neoliberal de estabilización económica en México, Diana, México, 1994
- ☛ Huerta G., Arturo (1996) "La inoperancia del Plan Nacional de Desarrollo" En: Paradigmas, Año 4, # 14, 1996, pp. 11-15
- ☛ III Convención del Mercado de Valores (1992). En: Mercado de Valores, Año LII, mayo 15, 1992, #10
- ☛ IMF, International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues, Washington DC, September 1992
- ☛ Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Sistema de Cuentas Nacionales, México, varios volúmenes
- ☛ Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Boletín Mensual de Información Económica, México, varios volúmenes

- ☛ Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, SPP, Cuadernos de Información Oportuna, México, varios volúmenes
- ☛ Ireland, P.N. (1994) "Money and Growth: An Alternative Approach" En: American Economic Review, March 1994, pp. 47-65
- ☛ Jao, Y. C. (1976) "Financial Deepening and Economic Growth: A Cross-Section Analysis" En: Malayan Economic Review, April 1976
- ☛ Jao, Y. C. (1974) **Banking and Currency in Hong Kong: A Study of Postwar Financial Development**, London, McMillan, 1974
- ☛ Johnson, R.D. and D.C. Mainster (1975) The Performance of Bank Holding Company Acquisitions: A Multivariate Analysis. En: "The Journal of Business", 48, 1975, pp. 204-212
- ☛ Jones, L.E. and R. Manuelli (1990) "A Convex Model of Equilibrium Growth: Theory and Policy Implications" En: Journal of Political Economy, Oct., 1990, pp. 1008-10038
- ☛ Jordán, L. Jerry (1990) "Reestructuración de las instituciones financieras en una economía global" En: Monetaria, Vol. XIII, #4, octubre-diciembre 1990
- ☛ Jump, G.V. (1980) "Interest Rates, Inflation Expectations and Spurious Elements in Measures Real Income and Savings" En: American Economic Review, Vol. 70, 1980, pp. 999-1004
- ☛ Kathkhate, D.R. (1972) "Analytic Basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries" En: Staff Papers, IMF, Vol. XIX, #3, November 1972
- ☛ Katz, Isaac (1990) **El Sistema Financiero Mexicano**, CIDAC, Ed. Diana, México, 1992
- ☛ Kessel, Georgina (Comp.) (1994) **Lo negociado del TLC. Un análisis económico sobre el impacto sectorial del Tratado de Libre Comercio**, McGraw Hill/ ITAM, México, 1994
- ☛ Labra M., Armando (1996) "Lecciones de la modernidad, 1971-1994. Retrospectiva y propuesta económica para México" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- ☛ **La nueva banca y las agrupaciones financieras en México**, SHCP, México, varios volúmenes
- ☛ Laderman Elizabeth and Ramon Moreno (1992) **NAFTA and U.S Banking**, FRBSF Weekly Letter, Number 92 (40), 1992, pp. 1183-1200
- ☛ "La Política Económica" En: Informe de Labores de la Secretaría de la Presidencia, México, 1974
- ☛ Leriche C. y G. Ejea (1992) "La captación y el financiamiento de banca y bolsa en México 1982-1990" Ponencia en Taller de Investigación "Reestructuraciones financieras: tendencias internacionales y el caso de México", junio, 1992
- ☛ Lessard, D.R. (1991) "Global Competition and Corporate Finance in the 1990's" En: Journal of Applied Corporate Finance, Winter, 1991, pp. 59-72
- ☛ Ley de agrupaciones financieras
- ☛ Ley sobre Instituciones de Seguros
- ☛ López Portillo, José (1982) "Sexto Informe Presidencial" En: Comercio Exterior, Vol. 32, #9, 1982
- ☛ Los Mercados de Capital: tendencias mundiales. En: El Mercado de Valores, año LII, marzo 1, 1992, #3
- ☛ Mayer, T. (1982) "Financial Innovation-The Conflict Between Micro and Macro Optimality" En: American Economic Review, May, 1982, pp. 29-34
- ☛ Mancera, Miguel (1992) "Razones para ver con optimismo el futuro" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 960-963
- ☛ Manrique Campos, Irma (1996) "Estado Y Sector Financiero" En: **México: Pasado, Presente y Futuro**, Tomo II, Siglo XXI/ IIE-UNAM, México, 1996
- ☛ Mansell Carstens, Catherine (1994) "De la represión financiera a las operaciones de mercado abierto" En: **Reformas y reestructuraciones de los sistemas financieros en los países de América Latina**, CEMLA, México, 1994
- ☛ Mansell Carstens, Catherine (1992) **Las nuevas finanzas en México, Milenio**, México, 1992
- ☛ Mansell Carstens, Catherine (1995) "Servicios financieros, desarrollo económico y reforma en México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, pp. 3-12
- ☛ McKinnon, R.I. (1973) **Money and Capital in Economic Development**, Washington, DC, Brookings Institution, 1973
- ☛ McKinnon, R.I. (ed.) (1976) **Money and Finance in Economic Growth and Development**, New York, Marel Dekker, 1976

- ♣ Mantey de Anguiano, Guadalupe (1994) "Determinantes del margen financiero de la banca comercial" En: Comercio Exterior, Vol. 44, # 12, México, 1994, pp. 1129-1132
- ♣ Mantey de Anguiano, Guadalupe (1994) *Lecciones de Economía Monetaria*, México, UACPyP/ CCH/UNAM, 1994
- ♣ Mantey de Anguiano, Guadalupe (1996A) "Riesgo sistémico en el mercado bursátil mexicano y su efecto en la inversión real" En: Comercio Exterior, Vol. 44, # 12, México, 1994, pp. 1129-1132
- ♣ Mantey de Anguiano, Guadalupe (1996B) Liberalización financiera con oligopolio bancario: penalización al ahorro y a la inversión" En: Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía, Vol. 27, 107, Octubre- Diciembre de 1996, pp. 117 - 134
- ♣ Mantey, Guadalupe y Edgar Ortiz (1997) "Financial Liberalization and Financial Cycles and the Mexican Financial System", Ponencia, Cuarto Congreso de ISINI, Maastricht, 1997
- ♣ Marco Industrial de los Mercados Emergentes. En: El Mercado de Valores, año LII, febrero 1, 1992, #3
- ♣ Marquis, M.H. and K.L. Reffet (1992) "Capital in the Payments System" En: Economica, August, 1992, 59, pp. 164-351
- ♣ Maxfield, Sylvia (1991) *Governing Capital, International Finance and Mexican Politics*. Cornwell University Press, Cambridge, 1991
- ♣ Maxfield, Sylvia (1992) "The International Political Economy of Bank Nationalization: Mexico in Comparative Perspective" En: Latin American Research Review, 27 (1), 1992, pp. 75-103
- ♣ McKinnon, Ronald I. and Donald J. Mathieson (1981) "How to Manage a Repressed Economy" En: Princeton Essays in International Finance, #145, Dec. 1981
- ♣ Mejía Montoya J., Grados Aguilar M. y N. Meuner Gonzalez (1991) "La eficiencia del mercado accionario en México" En: Cuadernos de Investigación, Universidad de las Américas, Puebla, 1991-4
- ♣ Méndez M., J.Silvestre (1994) *Problemas Económicos de México*, McGraw-Hill, México, 1994
- ♣ Minsky, H. (1986) "Global Consequences of Financial Deregulation" En: Wallenberg Papers, 86, 1986
- ♣ Moncarz, R. y A. Benítez (1995) "Mercados de capital y el TLC: Retos para Centroamérica" En: Girón, A., E. Ortiz y E. Correa (Comp.) *Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas*, Siglo XXI/IIIE, UNAM, México, 1995
- ♣ Moncarz, R. y A. Jorge (1997) *Foreign Investments in Cuba: Problems and Perspectives*, Paper, Fourth Congress of ISINI, Maastricht, 1997
- ♣ Moore, Robert R. (1993) "The Government Budget Deficit and the Banking System: The Case of Mexico" En: Financial Industry Studies, Federal Reserve Bank of Dallas, August 1993
- ♣ Moreno M.A. y R. Flores Caballero (1995) *Evolución de la deuda pública externa de México 1950-1993*, Ed. Castillo, México, 1995
- ♣ Morera Camacho, Carlos (1995) "La reorganización del capital de México" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 29-34
- ♣ Nacional Financiera, *Economía Mexicana en cifras*, México, varios volúmenes
- ♣ Natella, Stefano, et. al. (1991) *The Mexican Banking System*, CS First Boston, New York, 1991
- ♣ Natella, Stefano, et. al. (1992) *The Mexican Banking System II*, CS First Boston, New York, 1992
- ♣ OECD, *Nouveaux Défis pour les Banques*, 1992
- ♣ OECD, *Financial Markets Trends, Competition in Banking*, 43, May 1989
- ♣ Orphanides, A. and R. Solow (1990) "Money, Inflation and Growth" En: *Handbook of Monetary Economics* (Ed. B.M. Friedman and B.H. Hahn), Amsterdam, North-Holland, 1990, pp. 223-261
- ♣ Ortiz, E. (1977) "Financial Intermediation and Financial Integration in Developing Nations: The Case of Mexico", Tesis Doctoral, Universidad de Wisconsin Madison
- ♣ Ortiz, Edgar (1980) "Los países en vías de desarrollo y la intermediación financiera" En: Monetaria, Vol. II, #3, Octubre de 1980
- ♣ Ortiz, Edgar (1980) "Caminata al Azar en México: Importancia y Eficiencia de la BMV" En: Contaduría y Administración, 112, 1980
- ♣ Ortiz, Edgar (1993A) "Emerging Capital Markets and Development" En: *Foreign Exchange Issues. Capital Markets and International Banking in the 1990's* (Ed. K. Fatemi y D. Salvatore), New York, Taylor & Francis, 1993
- ♣ Ortiz, Edgar (1993B) *Despegue al Desarrollo y Mercados de Capital Emergentes: Etapas de Desarrollo Financiero y el Financiamiento Accionario*

- Ortiz, E. y V.R. Errunza (1995) "Los Mercados Emergentes y la Globalización Financiera" En: **Integración Financiera y TLC: Retos y Perspectivas**, (Ed. A. Girón, E. Ortiz y E. Correa), México, Siglo XXI, 1995
- Ortiz, E. y G. Soldevilla (1994) "Risk and Returns in the South American Emerging Stock Markets" Proceedings, 1994 BALAS Conference, Arturo Vasquez (Ed.), San Diego, USA, 1994
- Ortiz, Edgar (1993) "Globalización financiera y desarrollo: papel de los mercados de capital" En: Memoria del III Congreso Nacional Académico en Administración, Contaduría e Informática y VII Simposio Hispánico sobre Negocios y Economía, Septiembre de 1993
- Ortiz, Edgar (1994) "Mercados de Capital y el Desarrollo e Integración Financieras de México" En: (Alicia Girón, Edgar Ortiz y Eugenia Correa, Eds.) **Integración financiera y TLC. Retos y perspectivas**, México, DF, Siglo XXI, UNAM
- Ortiz E., M.V. Cifuentes, R. Ordoñez y A. Cabello (1985) "Commercial Banking during Boom and Crisis in Mexico", Annual Meeting of North American Economics and Finance Association/Allied Social Science Associations, New York, Dec. 28-30, 1985
- Ortiz Edgar and Noel Nava (1994) "Efficiency and Privatization of Commercial Banking in Mexico", Proceedings, Fourth International Conference, International Trade and Finance Association, 1994
- Ortiz, Edgar (1996) "Globalization of Business and Finance and Emerging Capital Markets" En: (Ghosh, D. and E. Ortiz, Eds.) **The global Structure of Financial Markets. An Overview**, Rutledge, London, 1997
- Ortiz, Edgar and Alfred Lewis (1997) "Contestable Markets and the Mexican Banking Sector in the Context of NAFTA" En: (Ghosh, D. and E. Ortiz, Eds.) **The global Structure of Financial Markets. An Overview**, Rutledge, London, 1997
- Ortiz, Guillermo (1983) "Dollarization in Mexico: Causes and Consequences" En: (P. Aspe Armella, R. Dornbush and M. Obstfeld, Eds.) **Financial Policies and the World Capital Market: the Problem of the Latin American Countries**, The University of Chicago Press, Chicago, 1983
- Ortiz Martínez, G. (1994) **La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria**, F.C.E., México, 1994
- Palencia Gómez, José Ramón (1991) "Evolución del sistema financiero mexicano hacia la banca universal" En: Monetaria, enero-marzo de 1991
- Patinkin, Don (1961) "Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory" En: American Economic Review, 43, marzo 1961, pp. 95-116
- Patrick, H.T. (1966) "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries" En: Economic Development and Cultural Change, January, 1966
- Patterson, K.D. and M.J. Stevenson (1988) "Stock-Flow Consistent Accounting: A Macroeconomic Perspective" En: The Economic Journal, September 1988
- Peñalosa Webb, Tomás (1992) "Aspectos centrales de la banca mexicana, 1982-1990" En: Comercio Exterior, Vol. 42, #2, febrero de 1992
- Pérez Stuart José A. y Fernando Pescador (1981) **La Bolsa**, Ed. Diana, México, 1981
- Pesaran, M.N. R.A. Evans (1984) "Inflation, Capital Gains and U.K. Personal Savings: 1953-1984" En: The Economic Journal, Vol. 95, 1984, pp. 237-57
- Poindexter, J.C. and P.C. Jones (1980) **Money, Financial Markets and the Economy**, West Publishing Co., St. Paul, Minnesota
- Powelson, J.P. (1960) **National Income and Flow of Funds Analysis**. New York, McGraw Hill, 1960
- Powers, T.A. (1971) "Financial Intermediaries and economic development in Costa Rica 1953-1968", Tesis Doctoral, Universidad de Texas, Austin, Tex., 1971
- Prescott, E.C. (1987) "A Multiple Means of Payment Model" En: **New Approach to Monetary Economics** (Barnett, W.A. and K.J. Singleton, Ed.), Cambridge University Press, 1987
- Quijano, José Manuel (1981) **México: Estado y Banca Privada**. CIDE, México, 1987
- Ramírez de la O, R. (1996) "La crisis del peso mexicano y la recesión de 1994-1995: previsible entonces, evitable en el futuro?" En: (Roett, R., Comp.) **La crisis del peso mexicano. Perspectivas internacionales**, F.C.E./ Ec. Latinoamericana, México, 1996
- Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. En: Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 1989

- Reglamento de la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera. En: Diario Oficial de la Federación, 16 de mayo de 1989
- Reynolds, Clark W. (1978) *La economía mexicana: su estructura y crecimiento en el siglo XX*, Fondo de Cultura económica, México, 1978
- Ritter, Lawrence S. (1970) "The flow of funds accounts: a framework for financial analysis" En: Marshall D. Ketchum (Ed.) *Financial Institutions and Markets*, Houghton Mifflin, Boston Mass., 1970
- Rozental, A.A. (1970) *Finance and Development in Thailand*. New York, Praeger, 1970
- Rodríguez, Federico y Javier Salas (1990) "Estructura y funcionamiento del mercado de crédito interbancario en México" En: El Trimestre Económico, FCE, México
- Rodríguez Esquivel, A. (1993) "Las zonas industriales orientadas a la exportación y la ventaja competitiva de los costos" En: Estudios Sociales, Vol. IV, #7, Junio de 1993, pp. 147-168
- Roett, Riordan (Comp.) (1996) *La crisis del peso mexicano. Perspectivas Internacionales*, Fondo de Cultura Económica / Economía Latinoamericana, México, 1996
- Rubio, L. y A. de Remes (1992) *Como va afectar a México el Tratado de Libre Comercio?*, Fondo de Cultura Económica, México, 1992
- Ruggles, N.D. (1987) "Financial Accounts and Balance Sheets: Issues for the Revision of S.N.A." En: Review of Income and Wealth, Vol. 33, 1987, pp. 39-62
- Ruiz Durán, Clemente (1984) *90 días de política monetaria y crediticia independiente*, Puebla, Universidad Autónoma de Puebla, 1984
- Ruiz Durán, Clemente (1995) "Financiamiento para el desarrollo" En: Comercio Exterior, Vol. 45, #1, enero de 1995, pp. 20-28
- Rushbrook, A. and J. Well (1987) "National and Sector Balance Sheets in Concept and Practice" En: Review of Income and Wealth, Vol. 33, 1987, pp. 19-38
- Salinas de Gortari, Carlos (1992) "La nueva agenda económica" En: Comercio Exterior, Vol. 42, Núm. 10, pp. 953-955
- Sepúlveda, B. y A. Chumacero (1973) *La inversión extranjera en México*, Fondo de Cultura Económica, México, 1973
- Sayers, R.S. (1940) *La Banca Moderna*, Fondo de Cultura Económica, México, 1940
- Schreft, S.C. (1992) "Transactions Costs and the Use of Cash and Credit" En: Economic Theory, April, 1992, pp. 283-296
- Schreft, S.C. (1992) "Transaction Costs and Use of Cash and Credit" En: Economic Theory, April 1992, pp. 283-296
- Shaw, E.S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1973
- SHCP, *El Sistema Financiero Mexicano 1983-1988*, noviembre de 1988
- SHCP, *Ley Reglamentaria del Servicio de Banca y Crédito Público*
- SHCP, "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1984-1988" En: Mercado de Valores, #3, Nacional Financiera, México, 1984
- SHCP, *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994*
- SHCP, "Ley de Títulos y Operaciones de Crédito. Sistema de Supervisión del Sistema Financiero" En: El Mercado de Valores, Año LII, junio de 1992, #11
- Sidrausky, M. (1967) "Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy" En: American Economic Review, May 1967, 57 (2), pp. 534-544
- Siegel, J.J. (1979) "Inflation induced distortions in government and private saving statistics" En: Review of Economics and Statistics, Vol. 61, 1979, pp. 83-90
- Smith, Adam (1776) *The Wealth of Nations*, London, Dent., 1937
- Smith, Gary (1982) *Money and Banking. Financial Markets and Institutions*, Addison Wesley Publishing Co., USA, 1982
- Smith, Paul F. (1979) *Money and Financial Intermediation*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1979
- Solis, L. (1978) "The Financial System in the Economic Development of Mexico", Weltwirtschaftliches Archiv, 1978, pp. 38-44

- ☛ Solow, R. (1956) "A Contribution to the Theory of Economic Growth" En: Quarterly Journal of Economics, 70 (1), 1956
- ☛ Spellman, L.J. and R.F. Dieli (1978) "Intermediación financiera y desarrollo económico en México 1966-1973" En: Boletín de CEMLA, Vol. XXIV, #2, 1978, pp. 66-81
- ☛ Srinivasan, R.S. (1977) **Financial Structure and economic development**, Sterling, New Delhi, 1977
- ☛ Stiglitz, J.E. (1988) "Why financial structure matters?", En: Journal of Economic Perspectives, 2 (4), 1988
- ☛ Stiglitz, J.E. (1990) "Financial Markets and Development" En: Oxford Review of Economic Policy, 5 (4), 1990
- ☛ Stockman, Alan C. (1981) "Anticipated Inflation and the Capital Stock in a Cash-in-Advance Economy" En: Journal of Monetary Economics, November 1981, 8, pp. 387-393
- ☛ Spellman, L.J. y R.F. Dieli (1978) "Intermediación financiera y desarrollo económico en México 1966-1973" En: Boletín de CEMLA, Vol. XXIV, #2, 1978, pp. 66-81
- ☛ Suárez Dávila, Francisco (1990) "El financiamiento de la modernización" En: Somos Somex, #49, enero de 1990
- ☛ Suavé, Pierre and Brenda Gonzalez-Hermosillo (1993) **Financial Services and the North American Free Trade Agreement: Implications for Canadian Financial Institutions**, Bank of Canada, Ottawa, 1993
- ☛ Swary Itzhak y Barry Topf (1993) **La desregulación financiera global**, Fondo de Cultura Económica, México, 1993
- ☛ Tausend, R. (1983) "Financial Structure and Economic Activity" En: American Economic Review, 73, 1983
- ☛ Tello, Carlos (1984) **La Nacionalización de la Banca en México**, Siglo XXI, México, 1984
- ☛ Thurow, Lester C. (1996) **El futuro del capitalismo**, Javier Vergara, Buenos Aires, 1996
- ☛ Tobin, James (1958) "The interest elasticity of transactions demand for cash" En: Review of Economic Studies 25, February 1958
- ☛ Tobin, James (1965) "Money and Economic Growth" En: Econometrica, Vol. 33, 1965
- ☛ Tobin, James (1980) **Acumulación de activos y actividad económica**. Alianza Editorial, Madrid, 1980
- ☛ Trigueros (1992) "El Sistema Financiero Mexicano" Mimeo, ITAM, 1992
- ☛ Vega Cánovas, Gustavo (Coord.) (1993) **Liberación económica y libre comercio en América del Norte**, El Colegio de México, México, 1993
- ☛ Vidal, Gregorio (1994) "Reforma económica, mecanismos de financiamiento y procesos de inversión" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1083-1092
- ☛ Villareal, René (1976) **El desequilibrio externo en la industrialización de México (1929-1975)**, Fondo de Cultura Económica, México, 1976
- ☛ Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1984) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1984
- ☛ Villegas, Eduardo y Rosa Ma. Ortega (1992) **El nuevo sistema financiero mexicano**, PAC, México, 1992
- ☛ Wallace, R.B. (1979) **La política proteccionista en el desarrollo económico de México**, Fondo de Cultura Económica, México, 1979
- ☛ Walter, Ingo (1992) **A Framework for the Optimum Structure of Financial Systems**, New York University Salomon Center Working Paper Series, S-92-47
- ☛ Werner, Martin (1994) "La banca de desarrollo, 1988-1994: balance y perspectivas" En: Comercio Exterior, diciembre de 1994, pp. 1054-1067
- ☛ Wicksell, Knut (1978) **Lectures on Political Economy**, Vol.II, Fairfield, NJ, A.M. Kelley, 1978