

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO EN ECONOMÍA**

**“LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE MÉXICO EN UNA
ECONOMÍA FINANCIARIZADA 2000-2012”**

TESIS

**QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:
MAESTRÍA EN ECONOMÍA**

PRESENTA:

ROBERTO GUTIÉRREZ TORRES

DIRECTORA DE TESIS:

DRA. MARCIA LUZ SOLORZA LUNA

DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA

JUNIO 2013



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

A la Dra. Marcia Luz Solorza Luna por su valiosa asesoría para el desempeño de la presente investigación.

A mis padres, hermanos y sobrinas, por estar siempre presentes en esta etapa de mi vida.

A los grandes amigos que conocí en el posgrado y con los cuales he compartido momentos increíbles.

Al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología por la beca otorgada que hizo posible realzar mis estudios de maestría.

Índice

Introducción	1
Capítulo 1. El Nuevo Consenso Macroeconómico	6
Introducción	6
1.1. Metas de Inflación	7
1.1.1. Características comunes de los regímenes de meta de inflación	12
1.2. La tasa de interés, en la teoría monetaria de Knut Wicksell	14
1.2.1. Tasa de interés Natural y Monetaria	16
1.2.2. La estabilidad de los precios relativos	18
1.2.3. La gravitación de la tasa monetaria/tasa natural	18
1.3. Regla de Taylor	22
1.4. Nuevo Consenso Macroeconómico	28
Capítulo 2. Desregulación Financiera en México	32
Introducción	32
2.1. Consenso de Washington	32
2.2. Desregulación Financiera	36
2.3. Represión Financiera	39
2.4. Desregulación en México	42
2.4.1. Flotación del tipo de cambio	43
2.4.2. Desregulación de los flujos financieros: tasas de interés y políticas destinadas a dirigir los flujos	45
2.4.3. Mercado de capitales	47
2.4.4. Política monetaria	50
2.4.5. Extranjerización de la banca	52
Capítulo 3. Política monetaria en México	54
Introducción	54
3.1. Mecanismos de transmisión de la política Monetaria	54
3.1.1. Canal de la tasa de interés	57
3.1.2. El canal del tipo de cambio	58

3.1.3. El canal de precios de otros activos	59
3.1.3.1 La teoría q de Tobin	60
3.1.3.2. Efectos sobre la riqueza	60
3.1.4. Canal de crédito	61
3.1.4.1 El canal del crédito bancario	61
3.1.4.2 El canal de la hoja de balance	62
3.2. Canales alternativos de política monetaria	63
3.2.1 .El canal del costo financiero	65
3.2.2. El canal de las expectativas de rentabilidad	66
3.2.3. El canal de flujo de efectivo	67
3.3. La política Monetaria de Banco de México 1995-2012	67
3.3.1. Esterilización de los flujos de capitales externos	71
3.3.2. La política monetaria a través del “Corto”	74
3.3.4. Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés	79
3.3.4. Operaciones de Mercado Abierto	83
Capítulo 4. Financiarización	86
Introducción	86
4.1. El concepto de Financiarización	87
4.2. La Financiarización como Teoría de la Crisis	89
4.2.1. Expansión del sistema financiero y desproporción de los sectores económicos	89
4.2.2. Desequilibrios entre producción y demanda (sub-consumo)	90
4.2.3. Transferencia de ganancias del sector productivo al sector financiero	92
4.3. La Financiarización en México	95
4.3.1. Financiarización en el Sector Bancario	96
4.3.2. Financiarización de las Empresas No Financieras	102
Conclusiones	110
Anexo	116
Bibliografía	119

Introducción

Esta investigación analiza el comportamiento de la política monetaria del Banco de México en un sistema económico con predominio financiero. Al concentrarse la autoridad monetaria en alcanzar y mantener la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, su política pierde de vista la *financiarización* de las actividades de los agentes económicos, principalmente de la banca comercial y de las empresas no financieras. Ante esto, la política monetaria resulta insuficiente para buscar objetivos de crecimiento y generación de empleo.

Las llamadas políticas macroeconómicas de estabilidad orientadas a lograr un tipo de cambio estable, la disciplina fiscal y baja la inflación, conjuntamente con las reformas estructurales de finales de los años ochentas y principios de los años noventa como la liberalización de la cuenta de capitales, de los mercados financieros, la apertura externa, el repliegue de la política económica en general y la globalización financiera, han tenido un sólo objetivo, favorecer los intereses del capital financiero.

Estas políticas buscan generar las condiciones necesarias para que los agentes económicos, especialmente las empresas y las instituciones financieras, operen sin restricción alguna en la búsqueda de rendimientos en el más corto plazo posible. Como resultado directo, la economía mexicana presenta un gran crecimiento de las operaciones financiero-especulativas paralelo a la disminución de la asignación de recursos hacia la esfera productiva.

Las políticas monetaria y fiscal restrictivas actúan en forma procíclica, reduciendo la liquidez y manteniendo elevadas tasas de interés, generando una demanda agregada deprimida. Bajo este tipo de medidas, la política económica ha perdido la capacidad de alcanzar objetivos de crecimiento económico y bienestar para la población; no puede bajar la tasa de interés, ni elevar el gasto público deficitario para crear condiciones financieras internas que eleven la demanda y el ingreso de empresas e individuos.

Por tanto, el mayor beneficiado de la autonomía del Banco de México y de su objetivo de la estabilidad del poder de compra de la moneda ha sido el capital financiero. En la economía mexicana se ha presentado un gran crecimiento de los inversionistas institucionales, de los mercados financieros, y de los volúmenes de instrumentos financieros sintéticos que manejan los agentes económicos. Las operaciones con instrumentos financieros son ahora las de mayor peso en el sistema financiero mexicano, han desplazado a las operaciones tradicionales de la banca comercial. La lógica de este tipo de operaciones es lograr el máximo rendimiento en el menor plazo posible.

El modelo de operaciones tanto de la banca comercial como de las empresas no financieras también se ha modificado. La banca es un participante activo en los mercados de productos financieros sintéticos; sus recursos fluyen hacia el manejo de instrumentos financieros sintéticos (*opciones, forward, swaps, etc.*) con el objetivo de cubrir sus operaciones de la volatilidad de activos, tipo de cambio y tasa de interés. Esto tiene como resultado que la banca ha descuidado su papel principal: el financiamiento a la inversión productiva, los flujos financieros se desentienden de la actividad productiva y se reproduce el capital a través de la reinversión financiera y la especulación.

Por su parte, las empresas no financieras también han modificado su comportamiento, ante la falta de financiamiento para la actividad productiva han buscado mecanismos que les permitan su continuidad, se ven obligadas a enfocarse en el manejo de su flujo de efectivo y en las alternativas de financiamiento y rentabilidad, básicamente a través del manejo de instrumentos financieros. Sus expectativas ya no son únicamente de maximización de los beneficios, sino también de los rendimientos de sus activos. Estos cambios han sacrificado los procesos productivos de largo plazo a cambio de altas tasas de rentabilidad financiera, optando por la reinversión en activos financieros más que en activos fijos como maquinaria y equipo.

El cambio en las operaciones de las empresas no financieras en México ha tenido efectos negativos sobre la inversión productiva y la formación bruta de capital, las cuales se han

visto disminuidas. Ahora los accionistas de empresas retienen el mayor excedente, ellos mismos exigen una mayor rentabilidad para su dinero en el corto plazo, retroalimentando el proceso de reducción de la tasa de beneficios de la actividad productiva y la *financiarización* de sus empresas mediante su incursión en los mercados de capitales.

La estabilidad macroeconómica y la baja inflación, no han sido una condición suficiente para el crecimiento económico y la generación de empleos. Estructurar la estrategia monetaria en función de un solo objetivo ha tenido elevados costos de oportunidad en términos de bienestar social, pues no ha permitido tomar medidas contracíclicas que permitan reactivar el ingreso de los agentes económicos.

En un escenario económico con predominio de la actividad financiera, la efectividad de la política monetaria se ha visto limitada, principalmente por la participación activa de la banca comercial en los mercados financieros, ya que ésta ha encontrado fuentes alternas de fondeo, y ya no se encuentra limitada por la liquidez del banco central. La política monetaria actual ha estado basada en mantener un diferencial positivo de tasas de interés internas respecto a las externas para atraer capitales externos que ayuden a mantener un tipo de cambio estable y favorecer al control de la inflación.

Al privilegiar políticas encaminadas a promover la entrada de capitales, se relega la instrumentación de políticas a favor del crecimiento, y se deja a la economía en una gran dependencia de variables externas. A su vez el régimen de tipo de cambio estable actúa a favor de los flujos de capital financiero, ya que impacta positivamente sobre el mercado de dinero y de capitales. Sin embargo, lo que actúa a favor del capital financiero, incide en detrimento del capital productivo y del crecimiento económico, pues la entrada de capitales aprecia el tipo de cambio, lo que atenta sobre las condiciones de competitividad y acumulación de la producción nacional, en detrimento de la balanza de comercio exterior.

La hipótesis de la presente investigación es la siguiente: la *financiarización*, la globalización económica y desregulación financiera, conjuntamente, en un marco del fundamentalismo de mercado expresado en México por el Consenso de Washington, han

generado una carrera desenfrenada de los agentes económicos (banca comercial y empresas no financieras) por la obtención de altas ganancias de corto plazo.

El periodo de análisis se establece de 2000 a 2012, ya que es propiamente cuando se establece el régimen de metas de inflación en México, y la política monetaria se instrumenta para mantener una inflación baja. Se cierra en 2012 porque en la economía mexicana ya han pasado los efectos directos de la crisis financiera internacional, pero ésta sigue en un escenario de bajo crecimiento económico, la política monetaria sigue siendo incapaz de modificar sus posturas para reactivar la economía nacional.

Esta investigación se divide en cuatro capítulos. El primero corresponde al marco teórico del Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM) bajo el cual se dirige la actual política monetaria del banco de México. En el primer apartado se examinan las principales características del régimen de metas de inflación. Posteriormente se exponen la teoría monetaria de tasa de interés de Knut Wicksell, planteamiento bajo el cual se determina la tasa de interés del Banco de México. En el tercer apartado se explica la regla de Taylor, que es la regla operativa mediante la cual el Banco de México modifica su tasa de interés dependiendo del movimiento de las brechas de inflación y del producto. Finalmente se hace un análisis más de detallado del NCM, cuáles son sus fundamentos y principales instrumentos, así como sus recomendaciones.

En el segundo capítulo se expone la transformación del sistema financiero mexicano, la cual se dio en la década de los años ochenta y con mayor fuerza en los años noventa buscando lograr su desregulación. En el primer apartado se expone el Consenso de Washington, una de las principales instancias bajo las cuales se da el fundamentalismo de mercado en la economía mexicana. En el segundo apartado se explica cómo se fueron gestando las etapas de la desregulación financiera, bajo las bases teóricas de Ronald McKinnon y su argumento de represión financiera. Finalmente se exponen los principales cambios que se dieron en la economía mexicana bajo la desregulación financiera como la desregulación de los flujos financieros, de las tasas de interés, la extranjerización de la banca, y la liberalización del mercado de capitales.

En el tercer capítulo se expone el desenvolvimiento de la política monetaria en México de 1995 a 2012. En el primer apartado se presentan los canales de transmisión de la política monetaria del Banco de México basada en el NCM, y se exponen otros canales alternativos que el banco central pierde de vista, cuyos mecanismos se encuentran relacionados con las variaciones de la tasa de interés y los nuevos activos financieros. En el segundo apartado se exponen el comportamiento de la política monetaria en México, sus principales instrumentos, así como su operatividad para lograr su objetivo de la estabilidad de precios.

Finalmente en el cuarto capítulo se explican las características de la *financiarización*, como ésta surge a partir de la necesidad de encontrar nuevos mecanismos para la obtención de ganancias, ya que la esfera productiva no encontraba la forma de elevar las rentabilidades. La actividad financiera ha tenido un crecimiento desproporcional frente a los sectores productivos, y apropiándose de sus ganancias. En el segundo apartado se expone la *financiarización* en México, principalmente en la banca comercial y en las empresas no financieras en México.

La enorme fuerza del capital financiero ha transformado profundamente el comportamiento de los agentes económicos en México, dichos cambios han sido ignorados por la política monetaria, ya que se concentra en un sólo objetivo; la banca comercial que antes era el principal vehículo de política monetaria ha modificado su operar y con esto la autoridad del Banco de México se encuentra más limitada para buscar otros objetivos como el crecimiento y empleo.

Capítulo 1

El Nuevo Consenso Macroeconómico

Introducción

A partir de la década de los años noventa del siglo XX emerge el Nuevo Consenso Macroeconómico (NCM), en el cual la principal preocupación económica es mantener la estabilidad de precios. En la actualidad dicho consenso opera en diversos países, donde los Bancos Centrales tienen como objetivo mantener la estabilidad de precios. Para el NCM la política monetaria, dirigida por Bancos Centrales autónomos, es específicamente la encargada de generar dicha estabilidad, y su principal instrumento es la tasa de interés.

En el presente capítulo se exponen los mecanismos e instrumentos que utiliza el NCM, el régimen de metas de inflación, en el cual la autoridad monetaria tiene el compromiso explícito y público de lograr una meta numérica específica para el crecimiento de los precios, y el principal instrumento de política monetaria utilizado por los Bancos Centrales es la tasa de interés de corto plazo.

El NCM se apoya en el trabajo de Knut Wicksell, “Interest and Prices” (1962), buscando controlar las diferencias entre la tasa de interés del Banco Central y la tasa natural a fin de evitar se genere un proceso acumulativo de precios (inflación); en este marco teórico la tasa de interés natural se incorpora en la regla de política monetaria de la autoridad monetaria (Regla de Taylor). Ésta es determinante para que los bancos centrales fijen su tasa de interés nominal, su instrumento de política; variaciones de dicha tasa, se realizan para evitar que las brechas de producto e inflación se separen del producto potencial y la brecha inflacionaria, esto controlando la demanda agregada. Lo que busca el NCM es mantener la estabilidad de precios en el largo plazo, ya que ésta se considera como la mejor contribución que puede realizar la política monetaria.

El NCM considera que la inflación siempre será un fenómeno estrictamente determinado por la demanda, debido a que el dinero desempeña un papel fundamental en la determinación de los precios y de su crecimiento, por lo cual la forma de poder controlar el crecimiento de los precios es interviniendo en la demanda agregada mediante la tasa de interés del Banco Central. Por lo tanto, el mecanismo de transmisión del NCM opera a través del sistema bancario fijando una tasa de interés y ajustando la oferta monetaria a dicha tasa de interés.

Podemos decir que los países que han adoptado esta corriente para dirigir su política monetaria han tenido éxito en reducir los niveles de inflación, pero a un costo alto ya que no han tenido resultados positivos en las variables reales de la economía como el producto y el empleo. Esta corriente sólo se enfoca a que la inflación puede ser un fenómeno generado por la demanda pero se deja de lado que dicho fenómeno también se puede generar por costos.

1.1 Metas de inflación

El régimen de política monetaria denominado "Metas de Inflación" se ha convertido en el eje de la estrategia monetaria de una importante cantidad de Bancos Centrales en diversos países, el primero en adoptarlo fue Nueva Zelanda en (1999), en América Latina varios países han transitado a este régimen, en donde destacan Brasil (1999), Chile (1990) y México (1995). La política monetaria de metas de inflación es un compromiso del Banco Central que implica alcanzar un objetivo explícito de una meta numérica de tasa de inflación propuesto en su mayoría a principio de año, utilizando para ello los instrumentos a su disposición. Se basa en dos etapas: la primera lograr la estabilidad de precios, la segunda consiste en poderla mantener en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene como meta puede variar, pero la más usada constituye una amplia medida de los precios como el índice de precios al consumidor.

Las metas de inflación se definen como "una estrategia de política monetaria de operación con cuatro elementos: un compromiso institucional con la estabilidad de precios como el

objetivo primordial de la política monetaria; mecanismos de rendición de cuentas del Banco Central para el logro de sus objetivos de política monetaria, el anuncio público de metas de inflación, y una política de comunicación con el público y los mercados acerca de la justificación de las decisiones adoptadas por el Banco Central"¹.

A partir de la década de los años noventa del siglo XX las autoridades monetarias adoptaron un marco político basado en la idea de que una inflación baja y estable es un requisito previo para el crecimiento impulsado por el mercado. Se busca un ambiente de estabilidad de precios mediante la adopción del régimen de metas de inflación. Las metas de inflación pueden ser "estrictas" o "flexibles", un régimen estricto implica que la inflación sólo entra en la función objetivo del Banco Central, un régimen flexible de metas es cuando hay también un peso positivo sobre otras variables, como la producción. Esto tiene una serie de implicaciones: La más obvia, mientras que un Banco Central que se dirige estrictamente a controlar la inflación intentará alcanzar esa meta lo más rápido posible en todas las circunstancias, un Banco Central que persigue metas de inflación flexibles tenderá a empujar la inflación hacia su meta de manera más gradual.

El énfasis en el combate a la inflación se basa en la corriente tradicional que argumenta:

- Los agentes económicos tiene dificultades en reconocer cambios en los precios relativos de los bienes y servicios, ya que estos cambios se ocultan por las fluctuaciones en el nivel general de precios. Como resultado de ello, las empresas y los consumidores pueden tomar decisiones equivocadas respecto a la producción y el consumo, las cuales conducen a una asignación ineficiente de los recursos;
- Conduce a una mayor inversión especulativa y reduce la inversión productiva debido a que las tasas de interés nominal incluyen una "prima de riesgo por inflación" para compensar a los acreedores por los riesgos asociados con la tenencia de los activos nominales en el largo plazo;

¹ Eichengreen, B. (2002), "Can emerging markets float? Should they inflation target?", *Brazilian Central Bank Working Papers* No. 36, p.7.

- Hace más probable que los individuos y las empresas desvíen recursos de los usos productivos para cubrirse contra la inflación, lo cual obstaculiza el desarrollo económico.

El régimen se caracteriza porque implica que el ancla nominal de la política monetaria es la propia tasa de inflación, la cual se acompaña de la independencia del Banco Central y del uso de la tasa de interés como el mecanismo fundamental para transmitir la política monetaria, además existe normalmente el compromiso de mantener los equilibrios macroeconómicos a través de una disciplina fiscal.

Para el NCM la política fiscal se considera inflacionaria, por consiguiente para que la política monetaria tenga éxito en alcanzar su meta inflacionaria las autoridades monetarias deben estar libres del "dominio fiscal". Al respecto, lo mejor es que los Bancos Centrales sean independientes, no se debe permitir que la política fiscal determine la política monetaria. Los partidarios de las metas de inflación, por tanto, insisten en la disciplina fiscal y presupuestos balanceados. Se asume que una política fiscal irresponsable conducirá a la inflación a través de un incremento artificial de la demanda o bien por la monetización de la deuda pública. El endeudamiento del sector público con el Banco Central debe permanecer bajo o nulo, por tanto si un Banco Central se encuentra libre de dominancia fiscal refuerza su credibilidad.

Otro factor fundamental para el éxito del régimen es la autonomía del Banco Central, ya que permite a la institución adoptar una visión de más largo plazo y evitar las presiones que llevan a que la política caiga en una incongruencia intertemporal², el problema es que ésta surge por presiones políticas sobre el Banco central para que adopte una política monetaria excesivamente laxa.

Con la autonomía del Banco Central ninguna institución o gobierno podrán ejercer presiones para que éste modifique sus políticas y se persigan diferentes objetivos.

² Situación en la que se intenta expandir la producción y el empleo en el corto plazo a través de una política monetaria excesivamente expansiva.

Institucionalizar el compromiso de la estabilidad de precios con la autonomía de los Bancos Centrales le da una mayor credibilidad a ese objetivo.

En el diseño operacional del régimen de metas de inflación se tienen que tomar en cuenta algunos elementos: como el horizonte temporal en tener efecto la política monetaria. Por lo regular ésta responde a las condiciones económicas, pero su impacto no es inmediato, tiene ciertos rezagos, primero se establece la meta de inflación y después se ajustan los instrumentos monetarios, el rezago puede variar, en base a si los países ya alcanzaron un nivel de precios bajo o siguen con problemas inflacionarios.

Uno de los principales problemas de los bancos centrales es ver el lapso de tiempo en que la política monetaria va tener efecto sobre la inflación. “Para los países que ya han alcanzado una inflación baja, los retardos de tiempo son más amplios – dos años o incluso más tiempo.”³ Esto se realiza para países que ya tienen un periodo de tiempo con la estabilidad de precios, pero en países que todavía mantienen tasas de inflación altas, el impacto de la política sobre la tasa de inflación puede diferir, del periodo antes mencionado.

Adicionalmente, se tiene que analizar el periodo de horizonte ya que en un periodo muy estrecho puede no cumplirse la meta de inflación y generar una pérdida de credibilidad de la política monetaria de por sí cuestionada por utilizar medidas excesivamente restrictivas. El problema es que en el intento de alcanzar el nivel de precios deseado se recurra a otros instrumentos monetarios como el tipo de cambio en lugar de utilizar la tasa de interés, cuyos efectos tienen un mayor rezago.

El Banco Central realiza pronósticos para la tasa de inflación anual, con base en éstos la meta numérica es anunciada al público, así se busca mantener estables las expectativas inflacionarias para evitar cambios bruscos en los niveles de precios. Estos pronósticos tienen que ser lo suficientemente confiables para que los agentes económicos no eleven sus

³ Mishkin, Frederic S. and Klauss Schmidt-Hebbel (2001), “One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what we need to know?”, in *Working Paper*, Cambridge, NBER, No. 8397, p.12.

expectativas inflacionarias, o las disminuyan, lo que ayuda a las autoridades monetarias a mitigar la inflación. Por el contrario, si los agentes no creen en el anuncio de las autoridades las expectativas crecerán generando una inflación aún más alta. Dada la importancia de las expectativas, desde el punto de vista de los encargados de la política monetaria el establecimiento de una política monetaria implica un incremento en la credibilidad, y por tanto del bienestar de la sociedad derivado de un menor costo de política anti-inflacionaria. Lo que se busca es anclar las expectativas de los agentes al anuncio de las autoridades monetarias.

El ancla nominal de la política monetaria es la propia tasa de inflación, esto implica que “ante aumentos en la tasa de inflación el Banco Central reaccionará elevando su tasa de interés nominal en mayor proporción a modo de lograr una elevación en la tasa de interés real que tenga impactos depresivos sobre la demanda agregada”⁴. Se dejan de lado las anclas nominales como el tipo de cambio y el crecimiento de los agregados monetarios, las metas de inflación tienen la necesidad de tener un ancla nominal clara para evitar problemas de inestabilidad que surgían con el uso de los agregados monetarios.

El éxito del régimen de metas de inflación se mide a través de la reducción de los niveles de tasas de inflación, los niveles inflacionarios se han visto claramente reducidos, por lo que se argumenta que este régimen, a una mejor política monetaria, mayor transparencia, mejor rendición de cuentas, y una más convincente ancla para las expectativas inflacionarias. Su éxito puede contraponerse con los impactos sobre los factores de la economía real, tales como el empleo, la pobreza y la maximización de la producción o incluso en la distribución del ingreso donde su evolución ha sido muy limitada.

Las principales razones argumentadas por los Bancos Centrales para aplicar una política de metas de inflación son la inestabilidad de la relación entre la base monetaria y la inflación, y la incapacidad del instituto central para controlar la base monetaria, al menos en el corto

⁴ Galindo, L., H. Catalán (2010), “El régimen de metas de inflación en México y la evidencia empírica” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, p. 158.

plazo. Para el caso de México el Banco Central considera que no puede controlar a los agregados monetarios y tampoco puede confiar en que su control se traduzca en una menor inflación.

1.1.1. Características comunes de los regímenes de meta de inflación

Racional. Las metas de inflación pueden ser establecidas por el gobierno, conjuntamente acordadas por la autoridad monetaria y el gobierno, o bien fijadas por el propio Banco Central. Se tiene el acuerdo de que la mejor contribución de la política monetaria en la economía es la estabilidad de precios en el largo plazo, para esto se fija una meta numérica de crecimiento de los precios, la tasa de inflación considerada consistente con la estabilidad de precios puede variar en los países, pero la más usual es del tres por ciento anual para el índice de precios al consumidor. El diseño de las metas de inflación ayuda al banco central a alcanzar la estabilidad de precios a largo plazo de tres maneras: 1) proporcionando un ancla nominal para la política monetaria; 2) mejorando la transparencia y responsabilidad de la política monetaria, y 3) mediante el aumento de la credibilidad de la lucha emprendida por el Banco Central contra la inflación.

Proporcionar un ancla nominal. La política monetaria está ligada a un objetivo de largo plazo, la estabilidad de precios que paraliza las expectativas de inflación. Con esta ancla las acciones de política no pueden ir a la deriva bajo la influencia de perturbaciones económicas a corto plazo y, en el proceso, tornarse inconsistentes con los objetivos a largo plazo.

Mejoramiento de la transparencia. Las metas de inflación son sumamente transparentes pues transmiten al público un objetivo preciso y fácilmente comprensible para la política monetaria, el Banco Central se compromete a mantener los incrementos del índice de precios al consumidor en tres por ciento anualmente, donde el Banco Central proporciona una señal a los agentes económicos de comprometerse a alcanzar la estabilidad a largo plazo.

Aumentan la credibilidad. La transparencia y responsabilidad del Banco Central de cumplir su meta incrementan la credibilidad del Banco Central. Hacen que el público comprenda el objetivo de la política monetaria y el compromiso con ese objetivo. Las expectativas que se formula el público acerca de la futura inflación son fundamentales para la credibilidad, ya que si los consumidores y empresarios creen que el Banco Central se compromete con el logro de la estabilidad de precios, aceptarán incrementos de los salarios nominales más bajos, incorporando una inflación y primas de riesgo de inflación más bajas en los precios de los activos y aceptarán compromisos a más largo plazo. La credibilidad del régimen se puede ver afectado por la dominancia fiscal.

El régimen tiene que gozar de credibilidad, ésta se va adquiriendo ya que existe la confianza en las previsiones de la autoridad monetaria. Como las acciones de política monetaria afectan la economía con rezagos significativos, los formuladores de política deben basarse en previsiones sobre la inflación para poder dirigirse hacia la meta de inflación. "Específicamente, las acciones de política monetaria afectan la producción y el empleo con rezagos de seis meses o más y la inflación con rezagos de 18 meses o más."⁵ Con base en los retrasos, las acciones de política monetaria se deben tomar con anticipación, por lo que si la proyección para la inflación se elevara por encima de la meta, los formuladores de política ven la necesidad de actuar inmediatamente ya que esperar a si la inflación se eleva realmente resultaría un fracaso en alcanzar la meta de inflación.

Uso de informes acerca de la inflación. En su contribución para lograr una mayor transparencia, la mayoría de los Bancos Centrales que fijan regularmente una meta de inflación suelen publicar un informe acerca de la misma; ésta herramienta se considera clave para la comunicación del Banco Central con el público. Su propósito es proporcionar información completa sobre las proyecciones de la inflación y sobre los planes del Banco Central, describir el comportamiento de la inflación con relación a su meta numérica. En el caso de no alcanzar la meta, el uso del informe es útil para explicar las razones y las

⁵ Khan, George A. y Parrish, Klara (1999), "Para dirigir la política monetaria con metas de inflación", en *Boletín CEMLA*, México, Centro de Estudios Monetarios de América Latina, 45 (4), julio-agosto, p. 161.

acciones que son necesarias para poder dirigir la inflación hacia su meta. El uso de los informes mejora la credibilidad y la rendición de cuentas de la política monetaria.

Quienes proponen el régimen de metas de inflación argumentan que conduce a una mejor política monetaria, mayor transparencia, mejor rendición de cuentas, y una más convincente ancla para las expectativas inflacionarias. Su éxito se mide a través de la reducción de los niveles de tasas de inflación, pero qué impacto ha tenido sobre los factores de la economía real, tales como el empleo, la pobreza y la maximización de la producción o incluso en la distribución del ingreso. En lo que concierne a la inflación por presiones de costos, los partidarios del NCM lo ignoran argumentando que los choques de oferta son transitorios por naturaleza.

1.2 La tasa de interés, en la teoría monetaria de Knut Wicksell

La tendencia dominante de la teoría económica⁶ nos dice que la inflación se genera vía la demanda, por lo cual recomienda que el único papel de los Bancos Centrales sea mantener el poder adquisitivo de su respectiva moneda. Para lograr dicho objetivo se hace uso de la manipulación de la tasa de interés del Banco Central, éste mecanismo se extrae del trabajo de Knut Wicksell.

En el *mainstream* el control de los precios es el principal objetivo, al igual que en Wicksell la principal preocupación es el control de la inflación. En su libro *Interest and Prices*, dada la organización y el grado de desarrollo del sistema bancario el Banco Central puede expandir el crédito en una proporción mayor al monto de ahorro depositado por el sector privado, se puede observar que la oferta de dinero es endógena, éste se crea cuando los empresarios demandan créditos para financiar la producción (salarios). El dinero se expande con la actividad económica, pero este incremento de circulante que se da porque los créditos que otorga la banca hace que se generen presiones inflacionarias, por lo cual se restringe la flexibilidad del Banco Central para otorgar préstamos.

⁶ La teoría neoclásica argumenta que existe una relación directa y predecible entre la política monetaria y el nivel de precios, con base en esto, dicen que cualquier aumento de la base monetaria se traduce en un incremento de los precios vía la demanda.

Un punto importante para que el Banco Central pueda cumplir con su objetivo de controlar la inflación es su independencia o autonomía. El compromiso por parte del Banco Central para lograr una estabilidad monetaria se percibe como una política monetaria con mayor transparencia y credibilidad, la primera se sustenta en una estrategia de comunicación hacia el público, donde además da un mejor entendimiento de los objetivos, los planes y las decisiones que tomará la autoridad monetaria para lograr dicha meta. La segunda, cuando el público conoce las estrategias del Banco Central la política monetaria adquiere cierta credibilidad de que su objetivo principal es el control del incremento de los precios.

El trabajo de Wicksell se refiere a un sistema bancario desarrollado para el último cuarto del siglo XIX en Inglaterra, etapa en que el papel del crédito es importante para poder equilibrar la oferta y demanda monetaria. Wicksell diferencia este sistema de una economía sin crédito donde la moneda metálica se comporta como el único medio de intercambio y pago, y donde no se encuentran desequilibrios monetarios a partir de los cuales surge un agente exterior, el Banco Central, el cual desempeña el papel de ser el centro de las reservas metálicas, así como el prestamista de última instancia y que también tiene la peculiaridad de desarrollar el crédito más allá del ahorro real depositado en el mismo.

En la teoría de Wicksell el Banco Central tiene el papel de tratar de cerrar la brecha entre la tasa natural y la tasa monetaria, su margen de maniobra se da gracias a la organización del sistema moderno de crédito ya que el Banco Central es el proveedor de medios de pago, los cuales son demandados por los bancos comerciales en condiciones donde la circulación fuera solamente metálica y no se demandaran medios de pago emitidos por la autoridad monetaria, éste no podría realizar dichas intervenciones. El Banco Central actúa mediante su tasa monetaria ajustando su oferta de crédito a la demanda del mercado realizada por los empresarios, los cuales son los agentes que demandan créditos para realizar su inversión, la cual hace que las tasas de rendimiento varíen, con lo cual los empresarios pueden ajustar sus operaciones al alza o a la baja.

Para Wicksell el valor de la moneda se mantiene si un mismo ingreso monetario sirve en dos diferentes periodos para satisfacer la misma canasta de bienes, corroborando que el

valor de la moneda se mantiene constante. "Wicksell hace uso del concepto de tasa natural de interés para hablar de la estabilidad de precios y así poder explicar su teoría de la inflación que es el núcleo de su análisis y es en lo que se basa el enfoque de la síntesis neoclásica en la actual macroeconomía".⁷ La diferencia que existe entre la tasa de mercado o tasa de descuento, determinada por el banco central, y la tasa natural de interés determinada por las fuerzas de la productividad y el ahorro, juega un papel importante en su teoría de la inflación. Si la tasa monetaria que fija la autoridad monetaria es menor a la tasa de interés natural del mercado, equivale a decir que el producto marginal del capital es mayor que el costo marginal de los préstamos de fondos. Como empresarios es conveniente pedir prestado para invertir en capital, ocasionando que la oferta de dinero responda a la demanda incrementada de créditos.

Wicksell está de acuerdo con la idea de que los precios suben o bajan proporcionalmente a la cantidad de moneda en circulación, de acuerdo a la Teoría Cuantitativa, pero para él no existe una explicación al proceso por el cual el nivel de los precios es influido por los cambios monetarios, ya en un sistema de crédito moderno, gracias al cual los empresarios obtienen del banco su capital bajo forma de crédito y compran con éste el fondo disponible de los capitalistas. La inversión de ese capital puede generar tasas de rendimiento diferentes a la tasa de interés solicitada por el banco. En función de esto, los empresarios ajustan su nivel de actividad al alza o a la baja.

Cuando el Banco Central fija temporalmente una tasa de descuento, la cual es diferente de la tasa de interés natural, puede inducir a los empresarios a modificar su volumen de operaciones sobre el valor de la moneda. Estas modificaciones en el nivel de actividad de los empresarios son la causa de los movimientos al alza y a la baja de los precios.

1.2.1. Tasa de interés Natural y Monetaria

⁷ Rochon, Louis Phillipe, (2004), *Wicksell after the Taylor rule: a post keynesian critique of the New Consensus*, Laurentian, Laurentian University, p.3.

La tasa de interés natural representa el rendimiento obtenido por el capital real y se comporta como el eje dentro del proceso acumulativo. “En general, podemos decir, que depende de la eficiencia de la producción, de la cantidad disponible de capital fijo y líquido, de la oferta de tierra y del trabajo, en fin, de mil y una cosas que determinan el actual estado económico de una comunidad y que lo hacen variar constantemente”⁸.

A partir del momento en que la moneda y el crédito intervienen en el mercado de capital, los préstamos ya no se realizan en especie, sino en moneda, ya con un sistema bancario desarrollado, cuyas operaciones de otorgar créditos no están limitadas por el monto de los ahorros reales. Estos cambios hacen que exista una diferencia fundamental entre la tasa natural, determinada por las condiciones de producción, y la tasa monetaria o de descuento que el Banco Central hace pagar a los empresarios por los créditos obtenidos.

El equilibrio monetario caracterizado por Wicksell es la situación en que los precios monetarios se mantienen en un nivel alcanzado cuando la tasa de interés natural es igual a la tasa de descuento, y desaparecen los incentivos por parte de los empresarios para modificar sus niveles de operaciones. La tasa de interés monetaria de equilibrio es la que permite detener el proceso acumulativo: "Existe un nivel de la tasa de interés que es neutro en relación con el nivel de los precios de las mercancías, es decir que no actúa al alza ni a la baja de los precios"⁹.

En una situación de equilibrio un aumento de la demanda de capital no será una demanda incrementada de los prestatarios que conduce a un alza de la tasa de interés natural, sino una demanda de compradores que provoca un alza de los precios de las mercancías, la cual se puede compensar por el lado de la oferta, ya que existe un sistema bancario desarrollado, donde las operaciones no están limitadas por el monto de los ahorros reales depositados en él, entonces el monto de dinero se puede adaptar normalmente a cualquier nivel de demanda.

⁸ Wicksell, Knut, (1962), *Interest and Prices*, New York, Augustus M. Kelley Bookseller, p. 106.

⁹ *Ibid.*, p.102.

Si el Banco Central permite una política de crédito demasiado liberal, se desatan en cadena un alza de los precios, una demanda suplementaria de piezas metálicas para la circulación y una falta de las reservas disponibles. El Banco Central no mantiene una proporción fija entre los préstamos y las reservas, pero muestra interés en no agotar las segundas. Así, en un momento dado el Banco Central aumenta su tasa de descuento para reducir la demanda de dinero y detener el drenaje de la moneda. Al final del proceso de tanteo el Banco Central termina por ajustar su tasa de descuento a la tasa natural de interés. Este ajuste configura que la política monetaria no puede estar a la larga en contradicción con la tasa de interés determinada por las leyes objetivas. En relación con el tema que nos interesa, este ajuste implica que el sistema ha alcanzado un nuevo equilibrio monetario.

1.2.2. La estabilidad de los precios relativos

Los desequilibrios monetarios conciernen a las variaciones proporcionales de los precios de todas las mercancías. Durante estos fenómenos, para Wicksell se debe suponer que los precios relativos se mantienen en el nivel constante, ya que la variación de estos precios va a generar modificaciones en la rentabilidad de los capitales invertidos en las diferentes ramas de la producción, así como un reacomodamiento de los capitales de las ramas de bajo rendimiento a las más favorables.

La aparición de fenómenos monetarios no va a repercutir sobre el nivel de los precios relativos, y sólo afectarán el nivel general de precios. "El intercambio de mercancías en sí mismo, y las condiciones de producción y de consumo sobre las cuales reposa dicho intercambio afectan exclusivamente a los valores de intercambio o a los precios relativos: ellos no pueden influir directamente sobre el nivel de los precios monetarios"¹⁰.

1.2.3. La gravitación de la tasa monetaria/tasa natural

¹⁰ *Ibíd.*, p. 23.

Esta teoría en Wicksell describe el proceso de ajuste de la tasa de interés bancaria a la tasa de interés natural tomada como eje esta gravitación, solo concierne a los precios monetarios, ya que los precios relativos se mantienen inalterados.

El punto de partida es una situación de equilibrio, es decir donde la tasa monetaria y la tasa natural permanecen iguales. Los empresarios mantendrán su nivel de actividad, y no piensan modificarlo, ellos demandarán el mismo monto de crédito para la producción de los bienes de consumo, no hay adición al stock fijo, y al final del periodo venderán la totalidad de su producto, con lo que cubren sus deudas. Cabe mencionar que los desequilibrios surgen de variaciones en la tasa de interés natural y nunca por una variación de la tasa de descuento del Banco Central, ya que éste no desencadena el proceso acumulativo sino que actúa en respuesta a una variación de los precios.

A partir del momento en que, por una razón cualquiera, la tasa monetaria es inferior (superior) a la tasa natural, los empresarios están prestos a acrecentar (reducir) su nivel de actividad, lo cual se manifiesta en una demanda acrecentada (menor) de crédito; por tanto la cantidad de poder de compra distribuida entre los factores de producción aumenta (disminuye) el nivel de los precios y, en consecuencia, la demanda transnacional de moneda hace lo mismo hasta el momento en que esta demanda de moneda, parcialmente constituida por piezas metálicas, se traduce en una baja (alza) de las reservas metálicas del Banco Central, cosa que obliga al mismo Banco a elevar (bajar) su tasa de descuento, lo que induce a los empresarios a reducir (aumentar) la cantidad de crédito demandada (y por tanto otorgada) hasta que la tasa monetaria coincide con el nivel de la tasa natural, deteniendo así el desequilibrio monetario y fijando el conjunto de los precios monetarios a un nivel más elevado (bajo) que antes.

El desequilibrio se desencadena cuando los empresarios se percatan de que aparece una diferencia entre la tasa de rendimiento que obtienen en la producción o en el momento en que ellos piensen que su rentabilidad aumentará, teniendo una tasa natural que es mayor al costo de disposición de capital, tasa monetaria. Una razón para que aumente la tasa natural es que la productividad del trabajo haya aumentado, la cual beneficia a todos los

empresarios de forma unitaria; este es uno de los supuestos de la teoría neoclásica donde todos los empresarios pueden obtener o alcanzar los nuevos niveles de tecnología sin costo alguno, todos se benefician con una mejora tecnológica. Para Wicksell existe otro mecanismo por el que varía la tasa de interés natural: la ganancia que incita a los empresarios a la expansión de operaciones es un excedente de bienes que nunca pasa por el mercado, entonces la tasa natural varía a pesar de que la oferta y demanda de capitales se encuentra constante.

En el desequilibrio monetario la tasa natural aumenta y se determina por el rendimiento marginal físico que los empresarios esperan obtener, éstos asumen que la productividad marginal física es mayor que el costo que tienen por disponer de una unidad de capital. De la diferencia nace el excedente físico que los empresarios acumulan durante las fases de expansión. La acumulación de un excedente que nunca pasa por el mercado, que sugiere la idea de un enriquecimiento basado en la acumulación de bienes no vendidos.

Una vez explicadas estas dos formas de variación de la tasa de interés natural, y como las reservas del Banco Central no registran movimientos, su tasa de descuento se mantiene en el mismo nivel. Por lo cual los empresarios encuentran beneficio en expandir sus operaciones demandando un monto de crédito mayor. El alza de precios se explica porque con los préstamos obtenidos del Banco Central los empresarios tratan de incrementar su volumen de producción, sin embargo como los factores de producción están plenamente empleados, la nueva demanda no hace sino aumentar los salarios monetarios de los trabajadores y la renta de los terratenientes. Como la oferta de bienes no se ha modificado, los precios de los bienes aumentan de tal manera que los ingresos reales permanecen en el mismo nivel. Los precios de los bienes aumentan en proporción a la cantidad suplementaria de dinero puesta en circulación por los empresarios.

Para Wicksell, el Banco Central tiene una flexibilidad para otorgar los créditos que demanden los empresarios, cuando aumentan sus operaciones, ya que no se verá limitado a otorgar los créditos suplementarios a pesar de que no se respaldarán por sus depósitos. El límite del comportamiento de ésta institución son sus reservas metálicas, ya que para una

tasa de descuento dada el Banco está en condiciones de satisfacer los préstamos solicitados por los empresarios.

La diferencia entre la tasa natural determinada en el sector real de la economía y la tasa natural "calculada por el empresario" durante el desequilibrio, reside precisamente en la reserva suplementaria de bienes obtenida y acumulada directamente por el empresario. La búsqueda de este excedente es lo que conduce a los empresarios a que soliciten más crédito, así como aumentar los ingresos distribuidos. El proceso se vuelve acumulativo por la simple repetición de esta operación. Si la diferencia entre las dos tasas subsiste y si, los empresarios continúan acumulando la reserva de bienes que constituye su ganancia, el crédito solicitado (y siempre otorgado), los ingresos distribuidos, su gasto y el nivel de los precios de cada nuevo periodo serán más elevados.

Un proceso acumulativo al alza hace que el valor del dinero disminuya a medida que los precios aumentan, el banco otorgó más crédito sin ninguna relación con los ahorros depositados en él mismo. ¿Cómo se puede detener el proceso acumulativo? El argumento de Wicksell, como se dijo al principio de ésta sección, es que el Banco Central es el que mantiene las reservas metálicas, las cuales son el mecanismo equilibrador del sistema, en un momento dado del alza de los precios que se traduce en la disminución de la reserva metálica, el Banco se ve obligado a ajustar su política de crédito si pretende detener la salida de piezas metálicas. Este ajuste toma la forma de un alza de la tasa de descuento.

"El Banco otorga el crédito solicitado a la tasa vigente. El alza de precios se traduce en una disminución de su reserva metálica. Como consecuencia de esa pérdida el Banco reacciona elevando su tasa de descuento"¹¹. El Banco Central no busca que el ahorro depositado en él respalde sus créditos otorgados, por lo que es capaz de otorgar la demanda de créditos que se demande a la tasa vigente, el detonante para que el Banco Central reaccione elevando su tasa de interés es la amenaza de una disminución progresiva de las reservas, originando variaciones de la tasa de descuento.

¹¹ Solís Rosales, Ricardo (1999), *Banco central y tasas de interés: un ensayo sobre las teorías de Wicksell, Thorton y Hawtrey*, México, UAM. p.91.

La tasa de interés monetaria de equilibrio es la que permite detener el proceso acumulativo, esta tasa es neutral en relación al nivel de precios de las mercancías, es decir, que no actúa al alza ni a la baja de los precios. Cuando se equilibran tanto la tasa monetaria con la tasa de interés natural desaparecen los incentivos para que los empresarios demanden más créditos, y se vuelva al proceso acumulativo.

A partir del trabajo de Wicksell se concluye que el dinero es endógeno y la tasa de interés es exógena. En la actualidad, las aportaciones de Wicksell se retoman para implementar las políticas monetarias que se llevan a cabo bajo el enfoque del NCM, donde se mantienen altas tasas de interés para poder generar una estabilidad de precios, pero se ha olvidado que se restringe el crédito interno y que la reducción en las facultades ha propiciado bajos niveles de crecimiento económico.

1.3. Regla de Taylor

El NCM se apoya de la regla de Taylor, basándose en un régimen de Metas de Inflación, para lograr el objetivo de mantener estable el crecimiento de los precios. En esta corriente la inflación es un fenómeno generado por los factores desencadenantes en la demanda (salarios, gasto público). Se asume que la tasa de interés es exógena apoyándose en el concepto de tasa de interés de Wicksell, mediante la regla monetaria se determina una tasa de interés monetaria, la cual garantiza la utilización plena de los factores productivos donde se buscan cerrar las brechas inflación y producto, pero dando mayor prioridad a la estabilidad de precios.

Una regla de política monetaria es una descripción (algebraica, numérica) de cómo los instrumentos de política monetaria (tasa de interés, base monetaria) deben ajustarse ante cambios en la inflación o en el producto interno. “Las reglas de política monetaria implican la presencia de un componente sistemático en el comportamiento del Banco Central que es posible formular en términos de una ecuación o algoritmo”¹². El NCM se apoya en la regla

¹² Galindo, L. M. y Guerrero, C. (2003), “La regla de Taylor para México: un análisis econométrico”, en *Investigación Económica*, México, Facultad de Economía, UNAM, 246, octubre-diciembre, p. 151.

monetaria de Taylor, la cual describe la función de reacción de los Bancos Centrales a la evaluación de la inflación y el producto para poder mantener un crecimiento estable en los niveles de precios y del producto.

El diseño de una regla de política monetaria debe tener en cuenta dos elementos: primero, se debe elegir el instrumento de política, es decir, la variable que modifica el Banco Central con la finalidad de alcanzar su objetivo u objetivos. Segundo, seleccionar las variables ante las cuales la institución reacciona, aquéllas variables cuyo comportamiento impulse a modificar la postura de política monetaria. La regla de Taylor considera a la tasa de interés nominal como el instrumento de política monetaria, el cual responde a las desviaciones de la inflación respecto de su nivel objetivo (brecha de inflación), y a desviaciones del producto respecto de su nivel potencial (brecha del producto).

Para Taylor el uso de reglas monetarias que ocupaban la oferta monetaria se ha eliminando, pero se mantiene el propósito de controlar la inflación. “Las reglas de política que se centran en el tipo de cambio o en la oferta de dinero no ofrecen un buen rendimiento (medido en la producción y variabilidad de los precios), a diferencia de las que se centran en el nivel de precios y la producción real directamente. En otras palabras, las reglas de política monetaria en donde se plantea que las autoridades monetarias aumentan su tasa de interés de corto plazo, si el nivel de precios y de ingresos reales están por encima de su objetivo y disminuye la misma si el nivel de precios y de ingresos reales están por debajo del objetivo, parece funcionar mejor”¹³. En economías abiertas la alta movilidad de capital origina que los Bancos Centrales no puedan controlar la oferta monetaria haciendo que la relación entre los agregados monetarios y la inflación sea inestable, esta es la razón por la cual los agregados monetarios dejaron de ser un instrumento intermedio de política monetaria.

Con base en que el principal instrumento de la política monetaria en el NCM es la tasa de interés, la regla de Taylor supone que la tasa de interés nominal (r_t) está determinada por la

¹³ Taylor, John, (1993), "*Discretion versus Policy Rules in Practice*", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, p. 200.

inflación observada (π_t), la tasa de interés “natural” (r_t^*), la brecha inflacionaria (diferencia entre la inflación observada (π_t) y la inflación objetivo (π_t^*)), y la brecha entre el producto observado (diferencia entre el producto observado (y_t) y el potencial (y_t^*)). Ésta regla monetaria se expresa de la siguiente manera:

$$r_t = \pi_t + r_t^* + \alpha_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + \alpha_y(y_t - y_t^*) \quad (1)$$

$$\pi_t - \pi_t^* = 0 \quad (1.1)$$

$$y_t - y_t^* = 0 \quad (1.2)$$

$$r_t - \pi_t = r_t^* \quad (1.3)$$

Tomando en cuenta las ecuaciones (1.1) y (1.2), se deduce que al existir igualdad entre la inflación observada y la “objetivo”, así como entre el producto observado y el potencial, la tasa de interés nominal, deducida la variación de los precios, es igual a la tasa de interés “natural” que garantiza pleno empleo de los factores productivos, ecuación (1.3).

Los parámetros α_π y α_y miden la magnitud de la respuesta del instrumento de política monetaria a la brecha de inflación y del producto. Dependiendo de los signos o valores específicos de los coeficientes básicos de las reglas de política monetaria es posible observar los objetivos de la autoridad monetaria. El parámetro α_π refleja cuánto le preocupa al banco la inflación y el parámetro α_y cuánto le preocupa al banco el producto. En una regla monetaria se deben de cumplir las siguientes condiciones:

- El parámetro α_π debe ser mayor a uno;
- El parámetro α_y deber ser mayor a cero;

Cuanto más sea el valor de α_π , más subirá el banco central el tipo de interés en respuesta a la inflación; más desacelerará la economía: más rápido volverá la inflación al objetivo. Se interpreta como un mecanismo automático, donde la inflación se estabiliza alrededor de su nivel objetivo, éste mecanismo es congruente con el régimen de metas de inflación. Si las expectativas de inflación aumentan o la inflación observada es mayor al objetivo ($\pi_t > \pi_t^*$), el banco central reacciona para inducir a la convergencia entre la inflación esperada con el

objetivo. Podemos ver que la tasa de inflación se constituye en el ancla nominal de la economía.

El parámetro α_y mide la respuesta de la política monetaria en modificar la tasa de interés nominal para así evitar la desviación del producto respecto de su nivel potencial. Si el producto es menor al producto potencial ($y_t < y_t^*$), el banco central debe bajar el tipo de interés nominal. La reducción del tipo de interés nominal aumentará la actividad provocando un aumento del producto. Cuanto más alto sea el valor α_y , más estará dispuesto el banco central a alejarse de la inflación fijada como objetivo para mantener el producto cerca del producto potencial.

Como se puede ver, la regla de Taylor formula el comportamiento del banco central, donde la tasa de interés nominal es función de la inflación con respecto a la inflación objetivo y del producto con respecto al producto potencial. En la ecuación se indica que la tasa de interés nominal sube cuando la inflación aumenta o cuando el crecimiento del producto es inferior al producto potencial. De acuerdo a los parámetros de brecha inflacionaria y brecha del producto se puede ver cómo reaccionan las autoridades monetarias: “Las reglas son sensibles, haciendo cambios en la oferta monetaria, la base monetaria, o la tasa de interés de corto plazo en respuesta a los cambios del nivel de precios o el ingreso real”¹⁴.

Para Taylor y el NCM la regla monetaria admite la posibilidad de considerar el producto como un objetivo de política monetaria, pero en la actualidad la mayoría de los Bancos Centrales utilizan dicha regla sólo para mantener estable el crecimiento de los precios. Un Banco Central cuyo objetivo es únicamente la estabilidad de precios, elige reaccionar únicamente a variaciones en la brecha de inflación. Este es un enfoque extremo que tiene desventajas para el sector real; ante aumentos temporales en el precio de algunos insumos utilizados en la producción, la respuesta lógica de la política monetaria sería incrementar la tasa de interés para contraer la demanda agregada e impedir así un aumento en el precio de los bienes finales, “cada Banco Central ajusta la tasa de interés de corto plazo en respuesta

¹⁴ *Ibíd.*, p. 196.

a cambios en el nivel de precios y la producción real de un objetivo”¹⁵. Este aumento de la tasa de interés provoca una contracción en la actividad económica, ya que aumenta el costo del dinero.

Incorporando la brecha del producto (diferencia entre producto potencial y producto observado) en la función reacción de la autoridad monetaria, existe un mecanismo de compensación, entre la brecha del producto y la brecha inflacionaria; lo que se busca es poder reducir la inflación pero al menor costo en el producto, por ejemplo, ante aumentos temporales en el precio de los insumos, la brecha de inflación nos dice que la inflación observada se aleja de la inflación objetivo, por lo que el banco central tiene que elevar la tasa de interés para evitar que la brecha inflacionaria aumente demasiado, pero este aumento tiene que ser compensado con la brecha del producto; el aumento de la tasa de interés necesario para reducir la brecha de inflación no tiene que ser tan grande que afecte el producto, para así reducir los efectos negativos sobre la actividad económica. Una regla que incluye ambas brechas asegura que los eventos desfavorables de carácter temporal solamente tendrán efectos sobre los precios y que las presiones inflacionarias serán contrarrestadas con aumentos en la tasa de interés.

Para Taylor el uso de una regla monetaria por parte del Banco Central hace que este gane mayor credibilidad en su política. “Los hacedores de política tienen que contraer un compromiso con la regla si ellos quieren ganar las ventajas de credibilidad asociada con una regla”¹⁶. La política monetaria no puede entenderse sin el concepto de credibilidad, por esto el uso de informes por parte de las autoridades monetarias, y con la obtención de la estabilidad en el nivel general de precios bajo el régimen de metas de inflación genera mayor credibilidad de la política monetaria.

Otro punto para que los Bancos Centrales puedan tener cierta credibilidad en su política son las expectativas de inflación, ya que controlándolas se puede tener la inflación deseada. Esto se intenta por medio del compromiso de meta de inflación, y la creencia general,

¹⁵ *Ibíd.*, p. 201.

¹⁶ *Ibíd.*, p. 199.

“credibilidad”, de que el Banco Central responderá a la prevención de una inflación creciente con un aumento en las tasas de interés. Si los agentes económicos confían en la credibilidad de la política monetaria, las expectativas inflacionarias convergen con el anuncio de objetivo de inflación de la autoridad. Para esto las autoridades monetarias se basan en que los agentes económicos son racionales.

“El diseño de las reglas de política asume que las expectativas son racionales. Esto tiene sentido cuando una política está en funcionamiento durante mucho tiempo. La gente ha ajustado su conducta a la política implementada y las expectativas de política y otras variables con la mayor probabilidad son imparciales.”¹⁷. Un banco central que goza de credibilidad es aquel que hace que la gente piense que la autoridad cumplirá con sus compromisos.

La regla de Taylor es un buen ejemplo de regla de política monetaria explícita conducente a la generación de credibilidad. La credibilidad de la política monetaria se dice que es imperfecta, por esto se requiere de diversos arreglos institucionales, como la independencia del Banco Central, con la que se rompe con el vínculo de subordinación de la política monetaria a la fiscal que genera la eventual monetización de los déficits gubernamentales y consecuencias inflacionarias graves en obvio detrimento del poder adquisitivo de la moneda. Como la inflación está determinada por la demanda es evidente que el cumplimiento de metas de inflación hace que el Banco Central adopte una posición conservadora frente a una política fiscal, el gobierno no puede elevar su gasto ya que la autoridad monetaria no está dispuesta a financiarlo mediante una expansión de la oferta monetaria.

Hay factores en los que no se puede seguir absolutamente, existen diversos factores como las crisis cambiarias, o la necesidad de cambiar la composición del gasto, por lo tanto la combinación de políticas monetarias y fiscales justifican la modificación del tipo de interés por razones no incluidas en la regla. Pero la regla constituye una manera útil de concebir la

¹⁷ *Ibíd.*, p. 207.

política monetaria: elegir la tasa de inflación fijada como objetivo y después tratar de alcanzarla teniendo en cuenta no sólo la inflación actual, sino también el producto.

En muchos países que siguen este régimen, la tasa de interés se ha convertido en el instrumento de la política monetaria, sosteniendo que la tasa de interés es resultado de una decisión de garantizar ganancias financieras positivas y estables; reduciendo la demanda efectiva y el crecimiento económico.

1.4. Nuevo Consenso Macroeconómico

Esta corriente nos dice la que única forma de que la política monetaria contribuya al crecimiento en el largo plazo es con la estabilidad de precios. El Nuevo Consenso Macroeconómico nos dice que la forma de controlar la inflación es mediante un Banco Central autónomo, el principal instrumento de política es la tasa de interés, en un régimen de metas de inflación.

Para el NCM esto se conoce como la mejor forma de aplicar la política monetaria. Esta forma de política tiene como sus principales características:

- El ajuste por parte del gobierno de una meta numérica para la tasa de inflación;
- La política monetaria es la herramienta para alcanzar dicho objetivo, su único instrumento la tasa de interés, encargada de estabilizar la inflación y equilibrar la oferta y demanda agregadas. La política monetaria está sujeta a reglas estrictas o flexibles dependiendo de diferentes arreglos institucionales;
- El funcionamiento de la política monetaria queda en manos de un Banco Central autónomo;
- A la política monetaria sólo le concierne la tasa de inflación y sus posibles efectos sobre otros objetivos que se ignoran o se supone que no existen, con la excepción de los efectos a corto plazo.

El último postulado se deriva de dos supuestos básicos: primero, la inflación surge por la presión que ejerce la demanda y segundo, la tasa natural de interés da lugar a una estabilidad de precios o una inflación igual a cero que corresponda con el equilibrio macroeconómico de plena utilización de los factores productivos. En este modelo el ancla nominal debe satisfacer dos funciones importantes: primero, ser creíble y transparente y, segundo, debe ser flexible para permitir la absorción de choques temporales y mitigar la volatilidad de los ciclos económicos de manera que se preserve la estabilidad de precios.

La estructura del NCM consiste en tres ecuaciones interrelacionadas que representan la dinámica de la demanda agregada, la inflación y la tasa de interés real:

$$Y_t^R = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E_t(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \quad (2)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 \text{ donde } b_2 + b_3 = 1 \quad (3)$$

$$R_t = (1 - c_3)[RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T)] + c_3 R_{t-1} + s_3 \quad (4)$$

Donde Y^g es la brecha del producto, R es la tasa nominal de interés, p es la tasa de inflación, p^T el objetivo de inflación, RR^* es la tasa real de interés de equilibrio, es la tasa de interés consistente con una brecha de producción cero, con una tasa de inflación constante, s_i (con $i=1, 2, 3$) representa shocks estocásticos, y E_t se refiere a las expectativas mantenidas en el tiempo t .

La ecuación (2) es la ecuación de demanda agregada donde la brecha de producción actual está determinada por la pasada y la esperada o futura de la brecha de producción y la tasa de interés real. La ecuación (3) es una curva de Phillips donde la inflación se basa en la brecha del producto actual y la inflación pasada y futura. La ecuación (4) es una regla de política monetaria, donde la tasa de interés nominal se basa en la inflación esperada, la brecha del producto, la desviación de la inflación actual respecto al objetivo, y la tasa de interés real de equilibrio. Esta última expresa la regla monetaria que debe seguir el Banco Central para alcanzar la estabilidad de precios, que es la mejor y única contribución que la política monetaria puede hacer al crecimiento económico en el largo plazo.

El mecanismo de las ecuaciones es el siguiente: se determina la tasa de interés, la cual afecta la demanda agregada, con lo que se modifica la tasa de inflación. Mayor tasa de interés tiende a reducir la demanda agregada y menor demanda agregada tiende a reducir la tasa de inflación. Una menor tasa de interés tiende a aumentar la demanda agregada, y una mayor demanda agregada aumenta la tasa de inflación. Como vemos, el fenómeno inflacionario es claramente un fenómeno determinado por la demanda y se deja de lado que existe inflación por costos y que una mayor tasa de interés eleve el costo del crédito para las empresas, que se puede convertir en aumento de los precios.

El planteamiento del NCM se basa en estas ecuaciones. Las dos primeras son para explicar el funcionamiento de la economía, y la tercera especifica el enfoque de la política monetaria en la forma de la fijación de la tasa de interés. Ésta última tiene implícitamente dos aspectos importantes del régimen de metas de inflación: El primero es el papel de la inflación esperada, la meta y las previsiones de inflación añaden un elemento de transparencia, el cual es importante dentro del régimen. El pronóstico de la inflación es fundamental para las metas de inflación y se hace mediante el análisis de tres variables: la evolución de la demanda agregada en relación a la brecha del producto, las expectativas de inflación y la evolución del tipo de cambio en un régimen de tipo de cambio flexible.

Pronosticar la inflación es peligroso ya que siempre existen márgenes de error, lo que puede dañar seriamente la reputación y la credibilidad de los Bancos Centrales. El segundo aspecto importante de la tercera ecuación son las variables incluidas, no sólo es la diferencia entre la inflación actual y el objetivo, sino también la brecha de producción. El supuesto subyacente es que existe una compensación entre las variaciones de la inflación y de la actividad económica real.

Con base en el NCM las metas de inflación son el marco de la política monetaria que mejora la comunicación entre la empresa pública y los mercados, proporciona la disciplina, la responsabilidad, la transparencia, la legitimidad y la flexibilidad de la política monetaria.

Sin embargo, la credibilidad es reconocida como fundamental en la conducción de la política monetaria para evitar los problemas asociados con el tiempo-inconsistencia¹⁸.

La política monetaria es la determinante de la tasa de inflación por el impacto de la tasa de interés sobre la demanda y sobre las expectativas; en el largo plazo la tasa de inflación es la única variable macroeconómica que la política monetaria puede afectar. “El logro del objetivo a largo plazo de la estabilidad de precios debe realizarse a un costo mínimo en términos de la brecha del producto (desviación real del producto potencial) y las desviaciones de la inflación de su objetivo”¹⁹. La política monetaria se convierte en el instrumento principal de la política económica para controlar el incremento de los precios, y las demás políticas se supeditan al mismo objetivo.

En el presente capítulo vemos cómo el banco central mediante la utilización del régimen de metas de inflación trata de mantener la inflación baja, para esto tiene dos formas: la primera es mediante la credibilidad del banco central. Si se logra la meta numérica de inflación se genera mayor confianza entre los agentes económicos, lo que ayuda a contener las expectativas de inflación. Otra forma en que actúa la autoridad monetaria es mediante los impactos que sus instrumentos pueden tener en la demanda agregada, mediante la tasa de interés de corto plazo.

El régimen de metas de inflación solo menciona aspectos de una economía cerrada y no contempla los shocks externos, que pueden venir por parte del tipo de cambio. Tampoco dentro de este régimen se contemplan los efectos inflacionarios por el lado de la oferta, olvidándose por completo que la inflación en los países en desarrollo, y en específico en México, es una inflación estructural, ya que se depende directamente de tecnología e insumos importados, por lo cual el tipo de cambio adquiere importancia en los precios internos, ya que sus variaciones pueden preceder aumentos en la tasa de inflación.

¹⁸ Los bancos centrales que aplican políticas monetarias imprudentes con el objetivo específico de mejorar la actividad de la economía real (producción o el desempleo) en el corto plazo pueden muy bien causar inflación sin ninguna ganancia en la economía en el largo plazo.

¹⁹ Arestis, Philip and Sawyer, Malcolm, (2005), “New Consensus Monetary Policy: an appraisal” in P. Arestis, M. Baddeley and J.S.L. McCombie (eds) *The New Monetary Policy: Implications and Relevance*, Cheltenham, Edward Elgar, p.10

Capítulo 2

Desregulación Financiera en México

Introducción

En el presente capítulo se expone la transformación del sistema financiero mexicano, la cual se dio en la década de los años ochentas y con mayor fuerza en los años noventas buscando lograr la desregulación de dicho sistema. Los orígenes de los cambios se pueden encontrar principalmente en la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods que ocasionó transformaciones en las relaciones monetarias y financieras, ya sea entre naciones o en los mercados financieros. La desregulación financiera tomó mayor fuerza por la innovación financiera, la nueva incorporación de nuevas tecnologías, y la renovada presencia de intermediarios financieros no bancarios.

Durante la década de los años noventa se realizó en los países de América Latina un amplio conjunto de reformas en el ámbito financiero. En materia de financiamiento público, en las competencias, régimen institucional de los bancos centrales, en la organización y características del funcionamiento de las instituciones financieras. Se cambiaron las reglas sobre quién podía comprar títulos gubernamentales, se suprimieron los controles o regulaciones en materia de tasas de interés, desaparecieron las políticas de orientación al crédito y se eliminaron las restricciones para ingresos o salidas de capitales de los países.

2.1. Consenso de Washington

Durante los años noventa, en América Latina el objetivo principal fue disminuir las altas tasas de inflación que se presentaron de manera reiterada desde los años ochenta, determinando así la instrumentación de políticas monetarias restrictivas y una desregulación financiera y comercial para lograr la tan ansiada meta. En México se llevaron a cabo profundas transformaciones basadas en la reforma económica mejor conocida como el Consenso de Washington; dicha reforma fue apoyada por los organismos financieros

internacionales como el Fondo Monetario internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Estos cambios se dieron bajo las consignas neoliberales de que mayores déficits fiscales generan tasas de interés más altas, un aumento de la oferta de dinero resulta en una tasa de inflación más elevada, concluyendo que el gasto público es nocivo para la economía, y un descenso del desempleo conduce a una mayor inflación.

Este programa económico incluyó una reforma financiera, abriendo un espacio para la expansión de capitales particularmente atraídos por la acelerada privatización de sectores estratégicos, desregulación en el mercado de valores y los cambios en la legislación sobre la inversión extranjera directa. El Consenso de Washington surge en 1989, a partir de una reunión en la que participan los ministros de diversos países de Latinoamérica, organismos financieros internacionales, y el gobierno de los Estados Unidos en la ciudad de Washington, donde se expone el trabajo elaborado por John Williamson titulado “What Washington Means by Policy Reform”, en el cual el autor identifica un conjunto de reformas de política económica recomendadas para la región, las cuales a partir de entonces son conocidas como el Consenso de Washington y han sido respaldadas por la Reserva Federal de los Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

A partir de la crisis de la deuda de los años ochenta las economías latinoamericanas estaban inmersas en una crisis económica que acrecentó las distorsiones en la asignación de recursos, por lo cual era necesario buscar la estabilización y el crecimiento económico. Los partidarios de la reforma argumentaban que las causas de las crisis económicas fueron en su mayoría por las políticas proteccionistas y la persistente intervención del Estado en la esfera económica, así como por los altos déficits públicos causantes de las altas tasas de inflación. Debido a estas implicaciones las reformas se aplicaron en toda la región buscando colocar al sector privado como motor central del proceso de inversión, eliminar los subsidios, y abrir los mercados financieros y de bienes y servicios a la competencia externa. Con ello se esperaba transformar la estructura productiva latinoamericana de manera que pronto fuese capaz de competir exitosamente en los mercados mundiales.

México no fue la excepción en la aplicación de estas políticas de liberalización; junio de 1989 se puede marcar como el momento en el que se acelera la reforma económica, ya que se llega a un acuerdo con los acreedores de la banca comercial. El periodo comprendido entre el estallido de la crisis de la deuda en 1982 hasta 1989 se conoce como la década perdida, pero es a partir de julio de éste último año que se inicia la negociación con los acreedores de la banca comercial para llevar a cabo una reestructuración progresiva de la deuda bajo los términos del Plan Brady, logrando algunas reducciones tanto en la deuda total como en el flujo de efectivo necesario para el servicio de la misma. Bajo estas circunstancias la economía mexicana enfrentó un cambio estructural, el cual se caracterizó por las rápidas y profundas reformas implementadas para transitar a un modelo económico enfocado hacia el exterior en el que la participación del Estado en la economía se vio significativamente reducida, el sector privado empezó a fluir hacia el país siendo el encargado de financiar la apertura comercial de la economía mexicana. México llevó a cabo todas las reformas recomendadas por el Consenso de Washington (CW).

Las diez recomendaciones de política económica:

1. Asegurar la disciplina fiscal con un déficit operativo de no más del 2% del PIB;
2. Establecer prioridades de gasto público (eliminar los subsidios) para reducir el déficit presupuestario;
3. Reforma Fiscal (para mejorar los ingresos públicos);
4. Liberalización Financiera (eliminar topes de tasas de interés);
5. Establecer un régimen flexible del tipo de cambio;
6. Liberalizar el comercio exterior;
7. Liberalizar los flujos de inversión extranjera;
8. Privatizar empresas paraestatales para conseguir más eficiencia;
9. Desregular para promover la competencia;
10. Garantizar los derechos de propiedad (en forma similar a la de Estados Unidos).

Las reformas antes mencionadas buscaban la estabilización macroeconómica como primera etapa, la cual se logra en la década de los noventa en prácticamente toda la región. En la

segunda etapa, el crecimiento económico se reanuda después de llevados a cabo cambios estructurales: liberalización del comercio, desregulación y aceptación de la inversión extranjera directa, la recuperación vendría acompañada del crecimiento económico. La evidencia muestra lo contrario: el crecimiento en la región no ha sido sustancial.

El Banco Mundial apoyaba las reformas usando el término de "ajuste estructural", refiriéndose a un intento por romper el círculo vicioso y se enfocaba en la apertura económica, el reordenamiento del gasto público, liberalización financiera, privatización, desregulación y el brindar un entorno adecuado al sector privado. "Por lo tanto, el ajuste estructural tiene por objetivo reemplazar el tradicional sistema estatista por un sistema de mercado donde los beneficios individuales se encuentren predeterminados por el éxito que se tenga al producir algo que pueda venderse en un mercado impersonal, más que en la obtención de privilegios"²⁰.

Prácticamente toda la región llevó a cabo las reformas, sin duda el mejor avance fue el control de la inflación, así como la reducción de los déficit fiscales, pero la etapa de crecimiento no se ha recuperado. Williamson nos dice que los resultados no han sido los esperados porque la disciplina fiscal tiene que ir acompañada de un incremento de los niveles de ahorro o porque se tiene que regular la liberalización financiera, "...el sector financiero proporciona el contexto perfecto para ilustrar el cambio de papel gubernamental que debe acompañar a la liberalización económica. La liberalización financiera requiere un fortalecimiento de la supervisión prudencial, si el riesgo de crisis financiera es que debe contener: un estado demasiado débil como para supervisar el sistema financiero adecuadamente pondrá en peligro el funcionamiento del mercado"²¹. Los partidarios del CW nos hablan de que siempre hacen falta reformas y mencionan reformas de primera, segunda y tercera generación, pero los resultados esperados no han sido positivos.

20 Williamson John. (1991), *El cambio en las políticas económicas de América Latina*, Gernika, México, p. 97.

21 Williamson, John (1997), "The Washington Consensus Revisited", in Louis Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington, Inter-American Development Bank, p.53.

2.2. Desregulación Financiera

La liberalización y desregulación financiera son procesos presentes en la economía mundial, se llevaron a cabo en el periodo posterior a la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods; a partir de dicho fenómeno se realizaron profundas modificaciones en las estructuras financieras, en las forma de financiamiento para inversión; los principales intermediarios financieros iniciaron un proceso de modificación de sus operaciones a fin de ajustarse a las nuevas condiciones, cabe mencionar que éste suceso también marcó el final de tipos de cambio y las tasas de interés fijas empezaron a fluctuar.

La idea principal fue que la regulación financiera (considerada como represión financiera), caracterizada por la marcada intervención gubernamental fue creando la ineficiencia del mercado y de los intermediarios, a lo que contribuyeron las políticas macroeconómicas. La desregulación financiera fue posible gracias a la innovación financiera y a la modernización de las tecnologías de comunicación e informática. “La ruptura del viejo orden monetario internacional alimento la tendencia mundial a la desregulación, cuyo objetivo central era privilegiar la libre movilidad del capital. En este contexto se ubica la liberalización de los sistemas financieros locales y la supresión de las políticas de intervención estatal, instrumentándose en su lugar políticas monetarias y fiscales restrictivas con el propósito de mantener la estabilidad monetaria”²².

La diferencia más notoria entre la regulación y desregulación puede contrastarse, ya que la primera se define como conjunto de normas y leyes que dictan las autoridades gubernamentales en la materia con el objetivo de mantener cierto control sobre los intermediarios financieros y sobre sus operaciones. El objetivo de la regulación puede ser variado, se regula con la finalidad de evitar crisis financieras, dirigir las actividades del sector y los flujos del financiamiento hacia algunos sectores en función de ciertas necesidades político-económicas, para mantener un cierto nivel de crédito y, se busca

²² López González, Teresa (2006), “Deuda pública interna en México: alto costo de los flujos de capital extranjero” en Alicia, Girón y Eugenia, Correa (coords.), *Reforma financiera en América Latina*, México-Argentina, IIEc-UNAM y CLACSO, p.227.

supervisar y vigilar a los intermediarios y salvaguardarlos de quiebras y manejos fraudulentos.

La desregulación cambió algunos de estos objetivos, como los créditos dirigidos o límites a los montos de crédito. “La desregulación, por lo tanto, se conceptúa como un paulatino o parcial alejamiento de las autoridades respecto de los intermediarios financieros y de su quehacer. Podría entenderse en el sentido de suavizar las normas y las leyes de control dotando de mayor libertad a los intermediarios”²³. La desregulación se entiende como la ruptura de normas explícitas o implícitas presentes en los mercados y en la actividad de los intermediarios financieros, se permiten actividades previamente no permitidas o que no eran practicadas por los intermediarios.

Los elementos más importantes en la desregulación de los mercados financieros son:

- Desregulación de las tasas de interés; se eliminan las reglamentaciones que imponían techos sobre las mismas;
- Se simplifican los controles de crédito, de inversión y de depósitos obligatorios;
- Aumento del número de instrumentos financieros con reglas mínimas respecto de su creación, operatoria y expresión en los balances de las instituciones;
- En los países subdesarrollados se remueven los obstáculos que impedían la expansión de los intermediarios extranjeros.

Ante los cambios antes mencionados se pueden clasificar tres grandes etapas con las que podemos interpretar los cambios ocurridos en los sistemas financieros internacionales:

Primera etapa

Desde el inicio de los años setenta hasta la crisis de deuda de 1982, etapa caracterizada por elevadas tasas de inflación y bajas tasas reales de interés, el crédito bancario crece rápidamente tanto en los mercados locales como en el mercado internacional. Crédito

²³ Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI, p.138.

bancario principalmente de corto y mediano plazo y con tasas de interés variable. Son los años del auge del endeudamiento por parte del sector público en Latinoamérica, caracterizado por el incremento del crédito sindicado, acortamiento de perfiles de vencimiento de los pasivos y de cambio en la administración del balance de los bancos para adaptarlos a las modificaciones en los costos de fondeo, tasas estables de largo plazo a tasas variables y de corto plazo.

Segunda etapa

Transcurre desde la crisis de deuda hasta finales de los años ochenta; se caracteriza por procesos de control inflacionario en las mayores economías y lento crecimiento con elevado endeudamiento de los estados nacionales. Un suceso importante para mencionar es la suspensión de pagos de México, en agosto de 1982, fue el hecho que marcó el momento de quiebre de la estrategia de expansión del mercado internacional de crédito, obligando a la banca a revisar la política de colocación de recursos en el extranjero, en especial en los países subdesarrollados. Ésta etapa que viene acompañada de la titulación del crédito se convierte en la fórmula fundamental para flexibilizar el manejo de los balances bancarios y liberar activos comprometidos de bajo rendimiento. La frontera entre los bancos comerciales y bancos de inversión se va reduciendo por la titulación del crédito. Los fondos de inversión van cobrando amplia significación tanto para la administración del balance de los bancos como para mantener la rentabilidad de los activos financieros de toda clase. Acompaña la titulación del crédito una amplia difusión de la innovación financiera.

Tercera etapa

La tercera etapa va desde finales de los años ochenta, cuando se presenta la contracción crediticia en Estados Unidos de América, hasta nuestros días. Se caracteriza por una amplia difusión de los productos derivados, creando una enorme liquidez en manos privadas, frente a los mayores niveles de sobreendeudamiento. La desregulación financiera se convierte en la palanca fundamental para revertir los efectos deflacionarios del sobreendeudamiento en la economía estadounidense, de los fondos de inversión.

Los fondos de inversión estadounidenses rediseñan el mercado, logrando capturar rentas financieras procedentes de otras latitudes. Se exagera la competencia entre los intermediarios financieros acelerándose los procesos de internacionalización de éstos, fusiones y adquisiciones.

Como podemos observar, la desregulación financiera se ha visto acompañada de recurrentes crisis financieras, se menciona que se deben regular los mercados financieros pero más que esto se busca una supervisión para proteger a los inversionistas y a los mercados de pérdidas importantes, buscando que no se desarrollen mecanismos de competencia desleal como vigilar que los intermediarios efectúen operaciones con suficiente cobertura, buscando prever y cubrir riesgos.

Desde mediados de los años ochenta, los gobiernos de México se empeñaron en aprovechar las condiciones de liquidez de los mercados internacionales como una estrategia de financiamiento del crecimiento económico, esto ha exigido la aplicación de políticas antiinflacionarias que aseguren la estabilidad de los precios internos para estimular la entrada de recursos financieros externos (altamente volátiles, debido a su carácter especulativo). La insuficiencia en el crecimiento económico en los años ochenta y noventa, junto con la creciente fragilidad financiera han contribuido a los mercados a la innovación financiera con el objetivo de elevar tanto la cobertura contra los distintos riesgos como la rentabilidad de los diferentes activos financieros.

2.3. Represión Financiera

Una vez llevados a cabo los cambios necesarios, se transitó de mercados financieros “reprimidos” a mercados financieros liberados, el principal cambio fue el aumento de las tasas de interés, se empezaron a determinar por las fuerzas del mercado. El principal autor hacia la liberalización financiera en los países en desarrollo fue Ronald McKinnon, él trabaja el problema del bajo nivel de ahorro interno en los países en desarrollo, llegando a la conclusión de que dicho problema se deriva de la fragmentación y represión de los mercados financieros, característica en los países en desarrollo.

Con el término de represión Mckinnon se refiere a las distorsiones que las regulaciones gubernamentales y las autoridades monetarias generaron en el funcionamiento de los mercados financieros. Entre las regulaciones más comunes tenemos: los topes a las tasas de interés internas, la obligatoriedad en los requisitos de reservas para la banca comercial y los límites máximos al crédito con bajas tasas de interés subsidiadas. Éstas, según dicho autor, reducían los flujos de fondos hacia el sector financiero formal además de distorsionar la asignación eficiente de los recursos; se favorecían proyectos de baja rentabilidad con los que se inhibía la generación de ahorro necesario para financiar proyectos de inversión de mayor productividad; con la eliminación de dichas regulaciones gubernamentales se obtendría un mayor nivel de ahorro y crecimiento. Con base en su análisis, el autor se pronuncia por una total liberalización financiera en los países en desarrollo.

La principal recomendación de McKinnon dentro del marco de liberalización financiera es eliminar los topes a las tasas de interés, éstas deben ser determinadas por las fuerzas del mercado. Su argumento se basa en que las economías en desarrollo tienen grandes oportunidades de inversión, en las cuales pueden obtener altos niveles de rentabilidad, éstos proyectos necesitan importantes sumas de capital para innovación tecnológica, pero una vez llevada a cabo la inversión no tendrán ningún problema en pagar las altas tasas de interés porque su rentabilidad será mayor, generando a su vez un nivel de ahorro suficiente para lograr el crecimiento, y un mejoramiento tecnológico en la economía. “Cuando abundan los préstamos, unas tasas elevadas de interés, tanto del lado de los prestamistas como de los prestatarios, crean el dinamismo que se quiere lograr en el desarrollo provocando un nuevo ahorro neto, y desviando la inversión de los usos inferiores de manera que se estimule el mejoramiento técnico”²⁴. Nos dice que la inversión en las ramas de menor productividad disminuye conforme los empresarios se percatan que una mayor inversión puede generar mayor rentabilidad, incluso por encima de las tasas de interés.

En análisis de Mckinnon se refiere a los mercados de tierra, trabajo y capital de los países en desarrollo caracterizados por distorsiones en los precios, debido a las imprudentes intervenciones gubernamentales, con lo cual concluye que se deben liberalizar dichos

²⁴ McKinnon, Ronald (1974), *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, CEMLA, México, p.19

mercados. “De suerte que una política tendiente a mejorar el funcionamiento de los mercados de factores constituye una necesidad para persuadir a las autoridades a que dejen de intervenir en los mercados de productos”²⁵. Por tanto, McKinnon recomienda una liberalización en todos los sectores económicos, especialmente en el mercado de capitales el cual se encuentra fragmentado, ya que los usuarios no enfrentan los mismos precios y oportunidades. “Por eso, una adecuada política en el mercado interno de capitales es fundamental para la liberalización generalizada, y en particular para retirar de los mercados de productos las intervenciones públicas imprudentes”²⁶.

Argumentando que la acumulación de capital requiere de un nivel adecuado de inversión y de un monto semejante de ahorro para fondearla. El financiamiento de inversión solo requiere de instituciones financieras dispuestas a prestar, la inversión no está restringida por el ahorro previo, en el largo plazo, éste debe igualarse a la inversión planeada para que la inversión real se lleve a cabo. Esto es, en el largo plazo la tasa de crecimiento del producto debe generar un nivel de ingreso capaz de elevar la tasa de ahorro interno que asegure el fondeo del incremento de la inversión.

Para McKinnon tanto la tenencia de dinero y como de la acumulación de capital son complementarias, en los países en desarrollo, ya que la mayoría de las empresas se encuentran confinadas al autofinanciamiento. Dada la naturaleza de la inversión (desembolsos previos para la compra de activos fijos o materias primas) y la dependencia del autofinanciamiento, los agentes necesitan acumular saldos monetarios antes de que la inversión se realice. Por ello, para estimular que los agentes acumulen saldos monetarios, es necesario fijar tasas de interés reales positivas (altas). Con dichas tasas los inversionistas optarán por proyectos con rentabilidades altas, asegurando así que la tasa real de rendimiento de su inversión sea mayor que la tasa de interés real.

Esta posición teórica toma fuerza a mediados de los años ochenta en los países en desarrollo, influyó de manera importante en los programas de desregulación y

²⁵ *Ibíd.* p.10.

²⁶ *Ibíd.* p.11.

liberalización, los mercados financieros cambiaron rápidamente, se eliminaron los topes a las tasas de interés internas, la obligatoriedad en los requisitos de reservas para la banca comercial y los límites máximos al crédito con bajas tasas de interés subsidiadas, siendo que en estos países había un deficiente ahorro interno derivado de una represión y fragmentación de los mercados financieros. Para McKinnon dichas regulaciones provocaron distorsiones en la asignación de los recursos, generaron bajos niveles de crecimiento en Latinoamérica, razón que lo llevó a pronunciarse a favor de una liberalización financiera en los países en desarrollo, la cual contribuyó a mediados de los años ochentas a implementar los programas de desregulación financiera respaldados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM).

2.4. Desregulación en México

A partir de los años ochenta y noventa se realizaron profundos cambios en la organización de las instituciones financieras que modificaron el funcionamiento de los bancos, todo esto impulsado con la idea dinamizar el mercado de capitales. Dichos cambios se basaron en el proceso de desregulación en el sistema bancario, activando los mercados de capitales, abriéndolos a la competencia mundial. El sistema bancario considerado como el principal componente del sistema financiero pasó a ser desplazado por el mercado de capitales dentro de los sistemas financieros internacionales. La desregulación se generalizó en los países desarrollados y, posteriormente, en los países en desarrollo, sin tomar en cuenta que cada país o región tiene características propias que las distinguen.

La organización financiera mexicana tuvo como principales modificaciones de acuerdo a su organización y comportamiento:

- a. Se eliminó el tipo de cambio fijo por una estructura de tipo de cambio flotante;
- b. Se liberaron los flujos de los créditos a partir de la desregulación de la tasa de interés y eliminación de las políticas de encaje legal, así como el debilitamiento de los bancos de desarrollo;

- c. Un fortalecimiento del mercado de capitales por medio de la modificación del financiamiento público, la reducción del gasto público y las privatizaciones, así como por la globalización de dicho mercado;
- d. Cambios en la política monetaria;
- e. La extranjerización de los bancos comerciales.

Es importante mencionar que la crisis de la deuda externa de 1982 en México, es el punto de inflexión entre el modelo regulado y el desregulado, el proceso de reformas al sistema financiero se inició en la década de los años setenta con la transformación de la banca especializada en múltiple y la emisión de deuda gubernamental en 1978. Cabe mencionar que la crisis de la deuda tuvo como causas los cambios de política monetaria en EUA a finales de los años setentas generando un encarecimiento del crédito en general y un estrechamiento de la liquidez bancaria, cambiando las estrategias de intermediación de la banca comercial. “Así, los determinantes de la crisis de la deuda de 1982 estuvieron más directamente vinculados a los determinantes de la expansión del mercado de préstamos internacionales y a la dinámica con que ésta produce, que con el grado de solvencia de los principales prestatarios”²⁷. Dichos cambios modificaron las condiciones de los préstamos, encareciéndolos, el problema es que gran parte de dicha deuda era de corto plazo.

2.4.1. Flotación del tipo de cambio

Uno de los efectos más importantes a partir de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods fue el término de las estructuras basadas en tipos de cambio fijos, se empezaron a adoptar estructuras de tipo de cambio flotante; se buscaba desalentar la especulación cambiaria y proteger las reservas internacionales de los países. La constitución de mercados financieros desregulados tenía como objetivo movilizar los excedentes de ahorros hacia economías deficitarias, en un régimen de tipo de cambio fijo originaría presiones sobre los tipos de cambio, lo que a su vez desencadenaría actividades especulativas que disminuirían las reservas de los bancos centrales de países con monedas débiles. Un tipo de cambio flotante aseguraría un equilibrio en el saldo de las cuentas corrientes.

²⁷ Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, p. 112.

El ajuste del tipo de cambio tuvo problemas, en gran parte por el uso de la tasa de interés para atraer capitales limitando el ajuste. “La política de la tasa de interés es maniobrada por el banco central no para promover el crecimiento económico, sino para reducir la inflación; objetivo en función del cual se determina el nivel de tasa de interés para estimular la demanda de moneda nacional y el intercambio de divisas por pesos para aumentar la entrada de capitales y así estabilizar el tipo de cambio, dado el impacto que éste tiene tanto en el costo de los insumos y productos importados como el costo de la deuda externa”²⁸. La tasa de interés se mantiene en un nivel que promueve la entrada de capitales y frena su salida, de tal forma que garantice la estabilidad del tipo de cambio y, en consecuencia la baja inflación

En México se mantuvo un tipo de cambio fijo entre 1954 y 1976, se cotizó en 12.50 pesos mexicanos por dólar. En 1976 ocurrió la primera devaluación en muchos años, para 1982 vuelve a repetirse, se decide adoptar un tipo de cambio flotante, en los primeros años de la desregulación (1983-1987) se mantuvo subvaluado lo cual generó superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos e indujo a un acelerado proceso inflacionario. En gran parte se mantuvo subvaluada la moneda por la restricción de obtener liquidez del exterior y sus compromisos de pago. Debido a la necesidad de atraer flujos de capital externo apareció la flotación sucia de los tipos de cambio (el banco central interviene en el mercado para lograr cotizaciones determinadas de la moneda), apareciendo las monedas sobre y subvaluadas.

En el periodo de 1988-1994 se “ancló” el tipo de cambio con el objetivo de contener el proceso inflacionario. Entre 1989 y 1991 se impuso un tipo de cambio semifijo que se sustituyó, el 10 de noviembre de 1991, por un régimen de banda cambiaria. Ello indujo a una fuerte sobrevaluación del tipo de cambio con crecientes desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos, devaluándose el peso el 20 de diciembre de 1994.

Finalmente, entre 1995 y 2000 se corrigió el precio del tipo de cambio manteniéndose una menor sobrevaluación en comparación con el periodo anterior, sin la presencia de fuertes

²⁸ Huerta, Arturo (2004), *La economía política del estancamiento*, México, Diana, p.10.

desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Específicamente, a partir del 22 de diciembre de 1994, el Banco de México modificó el régimen de determinación del tipo de cambio, liberándolo de los márgenes impuestos en periodos anteriores. El Banco de México empezó a utilizar medidas como la subasta y compra de divisas a los bancos comerciales, así como una intervención discrecional.

2.4.2. Desregulación de los flujos financieros: tasas de interés y políticas destinadas a dirigir los flujos.

Las ideas de Mckinnon en las cuales se basa el proceso de desregulación financiera, nos explican que un mercado financiero eficiente debe construirse sobre precios determinados libremente por el mercado. Por lo cual la tasa de interés debe ser el resultado de la acción de las fuerzas del mercado, se deben eliminar los límites impuestos por los bancos centrales, los coeficientes de reservas legales y direccionamiento de créditos. Los partidarios de la desregulación financiera señalan que la eliminación de las barreras al libre movimiento de capitales incrementan la tasa de interés, incentivando a los agentes a elevar el monto de sus ahorros (posponen consumo presente hacia el futuro), los cuales se canalizan a proyectos de inversión con rentabilidad más elevada debido a las grandes oportunidades de inversión que se tienen en los países subdesarrollados, ésta mejora en la inversión se transformaría en un mayor crecimiento.

El proceso de desregulación de la tasa de interés fue largo, sus orígenes se encuentran en 1978 con la revisión semanal de las tasas de interés mediante liquidaciones de corto plazo emitidas por el banco central en el mercado de subasta, mediante la emisión de Certificados de Tesorería (Cetes) a tres meses, se buscó reemplazar los controles de créditos cuantitativos y cualitativos por operaciones de mercado abierto. Paulatinamente se trabajó en el tema del encaje legal, iniciándose dicho proceso en 1985 con la reducción de 50 a 10% de la tasa de encaje legal mediante un acuerdo de los bancos centrales con el gobierno federal, los primeros destinaban el 35% de sus recursos financieros al segundo.

En 1986 se desincorporaron las aceptaciones bancarias de la base de recursos financieros destinadas al gobierno federal limitando con ello el encaje legal. Finalmente en 1990 se quitaron todos los controles estableciéndose un coeficiente único de liquidez en moneda nacional (10%) eliminado en 1991. Las medidas anteriores se reforzaron con el otorgamiento de una mayor autonomía de gestión a las instituciones bancarias junto con la eliminación de políticas de “encajonamiento” de créditos.

La desregulación de los flujos financieros permitió a los bancos comerciales incrementar la creación de créditos bancarios y destinarlos al sector privado, quitando las ataduras de dirección de créditos. Esto tuvo un impacto negativo en los bancos de desarrollo, pilar de la regulación del sistema financiero, se fueron debilitando y perdiendo sus funciones de dirigir recursos con costos financieros subvencionados a sectores productivos prioritarios. Se redujo su número anulándose la diferencia de costos con el sector bancario comercial y operaron como banca de segundo piso.

El multiplicador bancario aumentó y se modificó el destino de los recursos financieros, se redujo el crédito al gobierno, pero los resultados han sido reducidos y altamente inestables en términos de disponibilidad de créditos bancarios al sector privado. Únicamente entre 1988 y 1994 la economía gozó de disponibilidad crediticia, la cual, empero, fue acompañada de crecientes volúmenes de carteras vencidas las cuales se dispararon después de la devaluación de 1994 provocando la crisis bancaria de 1995.

A partir de 1995 el sector productivo y las familias dejaron de contar con financiamiento bancario porque estas instituciones se concentraron en el saneamiento de sus carteras. Inicialmente, se organizó el rescate bancario por medio del traspaso de la deuda bancaria hacia el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) que tuvo, según sus creadores, el objetivo de garantizar el ahorro de las familias mexicanas impidiendo la quiebra masiva de los bancos comerciales. Posteriormente, las carteras vencidas fueron traspasadas al Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) asignándole la responsabilidad de vender los activos.

El resultado de estas transformaciones ha sido que los bancos restringen el *stock* de sus créditos, dejando a la economía sin financiamiento para la inversión productiva la cual no se ha convertido en un mayor crecimiento económico. “La globalización financiera: liberalización, apertura y privatización, en conjunción con las modificaciones que ha sufrido el sistema monetario internacional, ha elevado los flujos privados de capitales externos de corto plazo hacia las economías emergentes, generando sobrevaluaciones monetarias y una expansión no deseada en la oferta monetaria que ha propiciado la aplicación de políticas restrictivas en el crédito interno y desintermediación financiera con el consiguiente efecto negativo en la inversión productiva, el ahorro interno y el crecimiento económico”²⁹.

Para evitar la vulnerabilidad externa y asegurar la entrada de flujos de capitales, México recurre a aplicar políticas de estabilidad monetaria y una férrea disciplina fiscal. Sin embargo, la entrada de dichos capitales no se ha canalizado al sector productivo ni al incremento de la productividad; de ahí que no se hayan generado las condiciones endógenas de acumulación de capital y capacidad de pago de la economía.

2.4.3. Mercado de capitales

Un eje fundamental de la desregulación financiera fue la constitución de un mercado de capitales, éste fue tomando importancia dentro del sistema financiero nacional, se le asignaron las funciones de captación de ahorro y generación de financiamiento de largo plazo mediante títulos financieros, actividad que antes era desarrollada por la estructura bancaria. En el periodo de la regulación económica los mercados de capitales no desarrollaban dichas actividades, los bancos concentraron las funciones del financiamiento y de fondeo, debiendo ofrecer instrumentos de ahorro y créditos de largo plazo.

Esta organización financiera se debilitó con la ruptura del Sistema Bretton Woods, en parte por el aumento de créditos de liquidez internacional que se convirtieron en crecientes

²⁹ Manrique, Irma y López, Teresa (2005), “Introducción” en Irma Manrique y Teresa López (coords.), *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina*, IIEC-UNAM, Porrúa, México, p.5.

montos de créditos de corto plazo para los países emergentes y menores niveles de captación bancaria. Desde la perspectiva de la teoría dominante, el sistema financiero tendría que recuperarse por medio de una mayor participación de los mercados de capitales. Dicho cambio implicaba garantizar gran cantidad de instrumentos, oferentes y demandantes de los mismos, a fin de que ningún instrumento o agente pudiera controlar el mercado; asimismo se planteó un conjunto de reformas destinadas a reducir la incertidumbre del mercado financiero.

Una de las fuentes de fortalecimiento del mercado de capitales fue la modificación del financiamiento público mediante la sustitución de créditos bancarios públicos por la emisión de títulos financieros, fue uno de los ejes centrales de la consolidación del mercado financiero. “Desde inicios de la década de los años noventa, los créditos bancarios del gobierno fueron suplantados por la emisión de títulos gubernamentales, divorciados de las necesidades de gasto gubernamental, los cuales tuvieron como objetivo estabilizar el tipo de cambio atrayendo la entrada de capitales para tal fin. Así, entre 1988 y 1994, la emisión de bonos del gobierno estuvo por encima de las necesidades de gasto público, los cuales se ligaron al tipo de cambio con el objetivo de reducir la incertidumbre de los agentes internacionales, política que continuó de manera más atenuada en 1995-2000 debido a la restricción de liquidez interna por parte del banco central, tema que se discutirá más adelante”³⁰.

La emisión de bonos del gobierno diversificó los instrumentos en el mercado financiero. En los años ochenta se inició la diversificación de instrumentos gubernamentales, aparecieron los Bondes (bonos de desarrollo) buscando sustituir bonos de corto plazo por los de largo plazo; en 1989 se crearon los Tesobonos y los Ajustabonos, los cuales se ligaron a la tasa de cambio y el índice de precios, respectivamente. Los tesobonos lograron captar una alta proporción del financiamiento bursátil especialmente entre 1993 y 1994, con el objetivo de retener capital especulativo y financiar el creciente déficit de la cuenta corriente. Como

³⁰ Levy, Noemi (2005), “México: cambios institucionales y su efecto sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios”, en Irma Manrique y Teresa López (coords.), *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina*, IIEC-UNAM, Porrúa, México, p. 398.

resultado de la emisión de bonos respaldados por el gobierno se sobrevaluó la moneda, generando riesgo cambiario, lo cual provocó la macro devaluación de 1994, con efectos devastadores sobre el ingreso y el empleo.

Otra medida que dinamizó el mercado de capital fue la reducción de la intervención económica gubernamental, dentro de la política de privatizaciones, la cual incentivó las operaciones del sector privado, tuvo como propósito robustecer el mercado de capitales, ya que las empresas privatizadas tendrían que buscar crédito para financiarse dentro del mercado de capitales, caso contrario el mercado de capitales en México continúa siendo un mercado delgado y dominado por un número reducido de empresas. La privatización de la banca comercial dinamizó fuertemente el mercado de valores porque le restituyó la función bursátil, dejando de lado su actividad bancaria tradicional de emitir créditos, se modificaron las prioridades de la banca comercial pasando la intermediación bursátil a representar su principal actividad y reduciendo los *stocks* crediticios de los bancos.

La privatización del sistema de pensiones y el fortalecimiento del sector seguros tuvieron como objetivo incrementar la intermediación no bancaria y, por consiguiente fortalecer el mercado financiero. El fortalecimiento del sector seguros estuvo basado en la obligatoriedad no lograda de adquirir ciertas pólizas (como seguros contra accidentes automovilísticos) y en el debilitamiento de los servicios proporcionados por el Estado, un claro ejemplo es el sector salud donde se promovió la venta de seguros de gastos médicos mayores que incluso fueron adquiridos por instituciones públicas a fin de cubrir a sus trabajadores. El régimen de pensiones buscó reducir la carga estatal en la responsabilidad de asegurar el ingreso a los trabajadores después de finalizado su ciclo de trabajo mediante la imposición de un sistema de ahorro hacia los trabajadores. Se buscaba aumentar la demanda de títulos financieros para capitalizar los ingresos recaudados por las pensiones.

Dentro de estas medidas se pretendía aumentar el ahorro nacional para disponer de mayores recursos para la inversión; con las reformas de 1992 que crearon el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) y las reformas de 1996 que privatizaron el sistema de pensiones. Se dispuso que las cuotas de jubilación y los fondos para la vivienda se depositaran en cuentas

individuales de instituciones de crédito, las cuales generarían interés y podían ser traspasadas a sociedades de inversión con mayores rendimientos potenciales, aunque tendrían cierto grado de riesgo.

En 1996 se crearon las administradoras de fondos para el retiro (Afore), las cuales, adicionalmente se encargarían de captar ahorro voluntario de los trabajadores. Los recursos son captados por las Afore y colocados en el mercado financiero mediante las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefore), dichas instituciones son reguladas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro (Consar). Los recursos se deben destinar a actividades de desarrollo nacional, no especulativas, disponiéndose para ello los siguientes instrumentos: valores gubernamentales o públicos de deuda, valores de renta fija, acciones de empresas privadas de primera línea y valores de bancos de desarrollo, todo esto aumentó la demanda de activos financieros y fortaleció al mercado de capitales.

Una de las medidas que más promovió al mercado bursátil mexicano fue su apertura al mercado internacional (globalización), permitiéndose con ello a las empresas mexicanas emitir acciones que podían ser compradas por no residentes; y se autorizó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, apareciendo los fondos de inversión mexicanos en otras monedas. Por el lado de la regulación de las instituciones financieras se establecieron mecanismos de autorregulación del mercado de valores para reducir la especulación y la incertidumbre. Se disminuyó la interferencia de las autoridades en la operación del mercado de valores transfiriendo algunas facultades regulatorias de la Secretaría de Hacienda a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

2.4.4. Política monetaria

Los partidarios de la reforma económica que originó la desregulación financiera en México, tenían como principal preocupación limitar el financiamiento público, el cual para ellos está asociado con un incremento de la masa monetaria que se convierte en un aumento del nivel de precios. Con base en estos planteamientos se promovió la autonomía de la banca central que entró en vigor en 1994 y tuvo como objetivo limitar el financiamiento público y

mantener una tasa de cambio estable. “El objetivo único a perseguir por parte del Banco Central autónomo es la reducción de la inflación. Se confiere el manejo de la política monetaria y cambiaria a funcionarios que se subordinen a dicho objetivo y que, por lo tanto, no respondan a las demandas nacionales llamadas populares que los puedan aislar del cumplimiento del objetivo trazado. De tal forma, dicha institución sigue los mandatos de la estabilidad deseada por el capital financiero internacional y deja de responder a los reclamos de la mayoría de los sectores nacionales”³¹.

El banco central se encuentra en la posibilidad de expandir la base monetaria en concordancia con el objetivo de la estabilidad de precios, donde también se incluye el tipo de cambio. Al otorgarle autonomía al Banco Central, éste deja de llevar adelante las tareas tradicionales que todo Banco Central tenía de financiamiento al gobierno y de asegurar la liquidez y solvencia necesarias para el buen desempeño de la economía y del sector bancario nacional, por lo que deja de haber política fiscal y crediticia a favor del crecimiento. Se conjuga una política monetaria restrictiva con igual desempeño de la política fiscal, tanto para contraer la demanda y evitar presiones sobre precios y sobre importaciones.

La política monetaria puede dividirse en tres fases a lo largo del periodo de desregulación: en los años ochenta su función principal fue desregular el sistema bancario y cumplir con las obligaciones externas del país. En esos años el tipo de cambio tuvo fuertes oscilaciones, lo cual impidió controlar la inflación. Entre fines de los años ochenta y el primer lustro de los noventa se impuso una política monetaria tendiente a controlar la inflación mediante la entrada de capital externo, para la cual el movimiento del tipo de cambio se limitó a una banda; y la emisión de bonos gubernamentales fue la fuente principal de atracción de capitales externos, los cuales determinaron las oscilaciones del tipo de interés. Finalmente, en el segundo lustro de los noventa se limitó la oferta monetaria para controlar las tasas de interés en un ambiente de mayor flexibilidad en el tipo de cambio.

³¹ Huerta, Arturo (2006), “La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica”, en Alicia, Girón y Eugenia, Correa (coords.), *Reforma financiera en América Latina, México y Argentina*, IIEc-UNAM y CLACSO, p.260.

Las estructuras oligopólicas bancarias (predominantes en la organización financiera mexicana) han reducido el crédito interno, las tasas de interés de los bonos gubernamentales se han mantenido altas en comparación con las internacionales, esto para mantener el monto de reservas internacionales necesarias para la estabilidad del tipo de cambio estable, lo que implica que la tasa de interés de los activos gubernamentales sin riesgo rige las demás tasas de interés desincentivando políticas tendientes a la captación bancaria.

Las desregulación económica y la liberalización financiera, conjuntamente con las políticas monetarias y fiscales restrictivas han reducido la participación del estado en la economía, en tanto que el sector privado y el mercado se han constituido en los rectores de la actividad económica. Ello ha profundizado los desequilibrios estructurales, pues la inversión privada se ha canalizado a los sectores de alta rentabilidad y ganancias de corto plazo ubicados fundamentalmente en el sector financiero y de servicios.

2.4.5. Extranjerización de la banca

En el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) se incluye abrir el sector financiero a la competencia internacional. Se impuso una apertura inmediata para las instituciones de finanzas, almacenes generales de depósitos, uniones de crédito, sociedades de inversión y controladoras de sociedades financieras de objeto limitado, instituciones de seguros, empresas de factoraje financiero y arrendadoras, la apertura sería gradual, imponiéndose un periodo de transición entre el 1 de enero de 1994 y el 31 de diciembre de 1999, el objetivo de la apertura era fortalecer el mercado financiero bancario y no bancario nacional para competir con el capital internacional en mejores condiciones.

Sin embargo, la crisis de 1995 adelantó la apertura del sector de servicios financieros. El 15 de febrero de dicho año se permitió el acceso de inversionistas institucionales extranjeros para fortalecer el capital social de las instituciones financieras nacionales provocando una reducción del número de bancos y la asociación con capital internacional de todos los bancos comerciales, desarrollándose la extranjerización de la banca mexicana. La banca y

los inversionistas institucionales extranjeros pasan a ser los beneficiarios de las ganancias monopólicas del sector financiero. El resultado de esta modificación de fechas fue que la banca nacional se enfrentó a la competencia internacional sin ninguna posibilidad de competir, por el contrario, fue absorbida por el capital internacional dejando la economía desprovista de intermediarios nacionales.

Las medidas anteriores han generado grandes cambios en la instrumentación y los objetivos de política monetaria, la cual a partir de la liberalización financiera se ha visto obligada a mantener una baja inflación, estabilidad cambiaria y rentabilidad interna, para generar una mayor credibilidad ante los mercados financieros internacionales. Las medidas de liberalización comercial, balance fiscal, política monetaria reducida, libre entrada de capital (corto plazo), han generado un mayor incremento de la actividad financiera en nuestro país pero acompañado de un descenso en la actividad económica, déficit comercial creciente, caída en los salarios reales y un aumento del desempleo.

Capítulo 3

Política Monetaria en México

Introducción:

En el presente capítulo se expone el desenvolvimiento de la política monetaria en México de 1995 a 2012. Por cuestiones de precisión se divide en dos partes: en la primera se presentan los canales de transmisión de la política monetaria que utiliza el Banco de México a través de su impacto sobre la demanda agregada y, se da seguimiento a otros canales de transmisión que afectan la implementación de la política monetaria al causar modificaciones tanto a la oferta como a la demanda agregada debido a que el flujo de efectivo de las empresas se ve alterado en el corto plazo por la tasa de interés.

En cierta forma, el nuevo papel de los agentes financieros y de sus estrategias de financiamiento ha generado algunos cambios en la política monetaria. El funcionamiento tradicional de la banca comercial ha sido dejado de lado, ya no es la institución que provee los fondos necesarios para la actividad productiva, actualmente sus operaciones están orientadas al manejo de los instrumentos financieros estructurados, y a la obtención de ganancia en el corto plazo. En tanto, el banco central en su lucha contra la inflación, ha llevado a cabo políticas de reducción del crédito interno neto de la institución, llevando a procesos de desbancarización.

En la segunda parte del capítulo se expone la política monetaria que ha implementado el Banco de México con sus principales instrumentos de operación. Iniciamos analizando cómo los saldos objetivos influyen sobre las cuentas corrientes que la banca comercial tiene en la banca central, y posteriormente estudiamos la política instrumentada por la autoridad monetaria mediante el uso de una tasa de interés como objetivo operacional.

3.1. Mecanismos de transmisión de la política Monetaria

Entre los principales bancos centrales del mundo existe un consenso respecto a su papel dentro de la economía, en el cual se piensa que la mejor aportación que pueden hacer las autoridades monetarias hacia la economía es la estabilización de los precios. Desde finales de los años ochenta las autoridades monetarias empiezan a modificar sus objetivos de política monetaria reduciéndolos sólo al control de la inflación, aunque en ciertos casos pueden existir dos o más objetivos, pero éstos se sujetan a la estabilización de precios. Se modifican los instrumentos de política, se elige la tasa de interés del banco central como la principal herramienta de política, y se abandona el control de los agregados monetarios para el combate a la inflación, principalmente por la inestabilidad que ésta mostró como consecuencia de los procesos de desregulación financiera y la gran volatilidad en los flujos internacionales de capital.

A principios de los años noventa se da una transición en la política monetaria, ésta se inclina hacia una concepción diferente que se conoce como el Nuevo Consenso Macroeconómico; bajo esta corriente se plantea que la política monetaria y la inflación están estrechamente relacionadas, de tal manera que la primera se visualiza como la única herramienta que puede controlar el incremento de los precios. Para el Nuevo Consenso el nivel de precios se relaciona con la cantidad de dinero, pero no encuentran una relación específica entre el dinero y los precios, a diferencia del Monetarismo donde si existe³². Se reconoce que el dinero aún tiene un rol en la determinación de los precios y la tasa de interés porque conforme el dinero es creado se pueden generar presiones inflacionarias si el número de unidades monetarias se incrementa en mayor proporción que el producto, sin embargo, la inflación es vista simplemente como un incremento generalizado de precios.

En el Nuevo Consenso se retoma la idea de neutralidad del dinero, reconociendo que los efectos reales de la política monetaria se presentan únicamente en el corto plazo y nunca en el largo plazo. Esto recuperado de corrientes pasadas: “Para un economista monetarista o clásico la neutralidad de los impulsos nominales en el largo plazo es una consecuencia del

³² Milton Friedman (1968) señala que la inflación es siempre y en todo momento un fenómeno monetario en el sentido que sólo es y puede ser producido por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción.

comportamiento racional, sin embargo, antes de que los impulsos sean totalmente absorbidos, los precios relativos y el producto real responden a los impulsos monetarios”³³.

Con el abandono de la utilización de los agregados monetarios para el control de los precios surge una transición para modificar la estrategia monetaria hacia las metas de inflación. Sus principales características son la transparencia en el manejo de la inflación, y el conocimiento del público con respecto a los intereses y las metas de inflación fijadas por el banco central, se hace énfasis en la necesidad de contener las expectativas inflacionarias de los agentes económicos que se involucren en el proceso de formación de precios mediante contratos de compraventa o contratos salariales, éstas expectativas tienen que convergir con las metas del banco central.

El régimen de metas de inflación se caracteriza por una política monetaria de estabilización del poder adquisitivo del dinero. Es una política de sintonía a través de la gestión de la tasa de interés de fondeo del banco central y sus efectos sobre las tasas de interés de corto plazo y en última instancia sobre la demanda agregada. El banco central tiene la facultad de influir sobre el resto de las tasas de interés del sistema financiero al modificar la tasa de descuento o fondeo bancario, y al cambiar las condiciones de oferta monetaria de alto poder (base monetaria) junto con las operaciones de mercado abierto. Se distingue entre las tasas de interés de corto plazo, y las de largo plazo, siendo las primeras sobre las que la autoridad monetaria puede ejercer cierto grado de influencia.

En función de que la inflación se origina por presiones vía la demanda, se definen los mecanismos de transmisión de la política monetaria, se estudian sus efectos directos sobre la demanda agregada y la inflación, dejando de lado los efectos en la oferta agregada. En ciertas ocasiones el manejo de la política monetaria puede tener consecuencias no deseadas o inesperadas. “Para tener éxito en la conducción de la política monetaria, las autoridades monetarias deben tener una evaluación precisa del tiempo y los efectos de sus políticas en

³³ Meltzer, Allan H. (1995), “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Minnesota, edited by Alan J. Auerbach, 9 (4) Fall, p. 49.

la economía, lo que requiere una comprensión de los mecanismos a través de los cuales la política monetaria afecta a la economía.”³⁴

Los canales de transmisión que se manejan dentro del Nuevo Consenso son:

- El canal de la tasa de interés
- El canal del tipo de cambio
- El canal de precios de otros activos
- El canal del crédito

Los cuatro canales solo buscan tener efectos en la demanda agregada como mecanismo para reducir las presiones inflacionarias, y se minimiza que la inflación también puede ser una causa de presiones por el lado de la oferta. Una forma sencilla de entender el mecanismo de los canales de transmisión es mediante movimientos en la oferta de dinero, lo que afecta la tasa de interés, que a su vez afecta los gastos de inversión, y como resultado final se tiene un impacto en el producto.

Existe un canal adicional, el canal de las expectativas, dicho canal incide en la determinación de precios a través de las negociaciones en los diferentes contratos y opera a través del grado de confianza que los agentes económicos tienen acerca del compromiso del banco central con la meta inflacionaria. Si el grado de confianza de los agentes es alto, ajustarán la fijación de sus contratos de compra-venta y salariales de acuerdo con la meta inflacionaria. En el momento que los agentes económicos no tienen confianza en el logro de la meta, ajustarán sus contratos de acuerdo a sus expectativas, con una perspectiva inflacionaria mayor a la del banco central, y como resultado se tendrá una inflación mayor a la esperada. Se resume que la credibilidad, confianza y transparencia implican menores expectativas inflacionarias.

3.1.1. Canal de la tasa de interés

³⁴ Mishkin, Frederic S. (1995), “Symposium on the Monetary Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Minnesota, edited by Alan J. Auerbach, 9 (4) Fall, p. 4.

Este canal de transmisión es considerado el más importante y de mayor alcance sobre la actividad económica por sus efectos directos sobre la demanda agregada. Las decisiones de nuevas inversiones tanto de productores como de consumidores se encuentran determinadas por las tasas de interés, éstas se construyen sobre la base de la tasa de fondeo (descuento) del banco central. Cuando la autoridad monetaria modifica la tasa de descuento, la banca comercial cambia tanto la tasa de créditos interbancarios como las tasas activas y pasivas, modificando el costo del capital, y como resultado existen cambios en las decisiones de inversión de los agentes económicos (inversiones productivas, financiera, de consumo). Es importante mencionar que la tasa de interés dentro del Nuevo Consenso es una variable exógena fijada por el banco central en función de sus objetivos de política monetaria, no es el resultado de un proceso de mercado.

El ascenso en la tasa de interés provoca una reducción del gasto de los sectores sensibles a dicha tasa, mediante ajustes monetarios se transmite dicho efecto a la economía real:

$$M \downarrow = i \uparrow = I \downarrow = Y \downarrow$$

Una política monetaria restrictiva ($M \downarrow$), nos lleva a un aumento en las tasas de interés ($i \uparrow$), esto implica un aumento del costo del capital; las decisiones de nuevas inversiones en capital fijo, bienes duraderos, y bienes residenciales, las cuales se ven afectadas, todas ellas generan un descenso en la inversión ($I \downarrow$), lo que finalmente genera una caída en la demanda agregada y una caída del producto ($Y \downarrow$).

La lucha por el control del incremento de los precios ha llevado a una política de alza de tasas de interés, la cual no necesariamente reduce las presiones inflacionistas. Los aumentos en las tasas de interés pueden acompañarse de aumentos de precios, ya que, éstos se fijan sobre la base de un margen aplicado a los costos de producción, así el incremento de las cargas financieras mediante el aumento de la tasa de interés es trasladada a los precios por las empresas.

3.1.2. El canal del tipo de cambio

Este canal vincula la política monetaria con la inflación a través de la relación existente entre la tasa de interés y el tipo de cambio, dicha relación tiene repercusiones sobre las exportaciones netas y el producto. Una política monetaria restrictiva eleva la tasa de interés interna con respecto a la externa, esto genera un flujo de capital externo hacia el sistema financiero interno, en gran parte porque los depósitos en moneda nacional son más atractivos respecto a los depósitos denominados en monedas extranjeras. Dicho flujo modifica el tipo de cambio, se aprecia la moneda nacional ($E \uparrow$), esto hace que las exportaciones sean menos competitivas respecto de las importaciones, lo que disminuye las exportaciones netas ($NX \downarrow$), y como resultado final tenemos una disminución de la demanda agregada y el producto ($Y \downarrow$).

$$M \downarrow = i \uparrow = E \uparrow = NX \downarrow = Y \downarrow$$

Es importante mencionar que las modificaciones sobre el tipo de cambio pueden tener efectos sobre los precios internos, mediante el coeficiente de traspaso³⁵. Esto depende de la estructura de las importaciones, una gran dependencia de insumos importados generará importantes efectos inflacionarios. La depreciación del tipo de cambio genera mayores costos de producción, debido a un elevado traspaso del tipo de cambio. Con esto se confirma que la inflación es un proceso relacionado estrechamente con la formación de precios por el lado de la oferta, y no únicamente un problema de demanda.

3.1.3. El canal de precios de otros activos

Este canal parte de dos supuestos: el primero, existe un alto grado de sustitución entre dinero y otros activos. El segundo, los agentes económicos además de mantener activos financieros mantienen activos muy líquidos como dinero, bonos y valores, stocks de capital real (terrenos, casas, bienes durables). Con base en estos supuestos los cambios en la oferta monetaria tendrán efectos significativos sobre la tasa de interés, el costo del capital y el

³⁵ Una economía pequeña y abierta por lo general es precio aceptante de los precios internacionales de las principales materias primas; en particular, las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal tiende a afectar los precios internos de los bienes y servicios, éste fenómeno se conoce como traspaso de movimientos en el tipo de cambio a los precios.

precio de diversos activos. “El proceso de transmisión se inicia en el mercado de activos. El costo de la información y de las transacciones son más bajos para muchos activos que el costo de cambiar o ajustar la producción al consumo o la inversión en bienes duraderos”³⁶. Existen dos teorías relacionadas con el canal del precio de otros activos, la primera es la Teoría q de Tobin, y la segunda los Efectos sobre la riqueza.

3.1.3.1. *La teoría q de Tobin*

La política monetaria afecta a la economía a través de sus efectos sobre la valuación de los instrumentos de renta variable (acciones). Se define a q como el valor de mercado de las empresas dividido entre el costo de reposición de capital. Si q es alto, el precio de mercado de las empresas es alto en relación con el costo de capital de remplazo, y el nuevo capital de plantas y equipos es barato en relación con el valor de mercado de las empresas. Las compañías pueden entonces emitir acciones y obtener un alto precio por ellas en relación con el costo de las instalaciones y de los equipos que están comprando. Los gastos de inversión aumentan porque las empresas pueden comprar una gran cantidad de nuevos bienes de capital con solo una pequeña emisión de acciones.

No obstante, una política monetaria restrictiva provoca incrementos en la tasa de interés de corto plazo ($i \uparrow$) haciendo más atractiva la inversión en bonos que la inversión en acciones, como resultado la demanda de acciones disminuye y con ello su precio ($Pe \downarrow$), la caída en el valor de mercado de las empresas conduce a un valor más bajo de ($q \downarrow$), lo que deteriora la capacidad para acceder a diversas fuentes de financiamiento y por tanto dificulta la realización de nuevos proyectos de inversión, ocasiona la reducción del gasto en inversión ($I \downarrow$) y con ello el producto cae ($Y \downarrow$).

$$M \downarrow = i \uparrow = Pe \downarrow = q \downarrow = I \downarrow = Y \downarrow$$

3.1.3.2. *Efectos sobre la riqueza*

³⁶ Meltzer, Allan H. (1995), “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Minnesota, edited by Alan J. Auerbach, 9 (4) Fall, p. 54.

Los recursos de los consumidores con los que cuentan de por vida y no el ingreso diario determinan el consumo en bienes no durables y servicios, de ésta forma los consumidores uniforman su consumo con el tiempo. Un importante componente de los recursos para consumir es la riqueza financiera, cuyo mayor componente son las acciones, cuando el precio de las acciones cae ($Pe \downarrow$), también disminuye el valor de la riqueza financiera de los individuos, esto disminuye los recursos totales; lo que a su vez genera una caída del consumo y finalmente del producto.

$$M \downarrow = Pe \downarrow = \text{riqueza} \downarrow = \text{consumo} \downarrow = Y \downarrow$$

3.1.4. Canal de crédito

Los incrementos en la tasa de interés tienen dos efectos, por un lado encarece el crédito y disminuye la demanda del mismo, y por otro lado se genera una restricción crediticia porque se eleva el riesgo de recuperación de la cartera de la banca comercial, en general disminuye la disponibilidad de crédito para inversión, y con ello la demanda agregada. Se distinguen dos mecanismos de transmisión, el referido al balance general, y el canal del crédito bancario, ambos analizan las posiciones financieras de deudores y acreedores.

3.1.4.1 El canal del crédito bancario

Este canal se concentra en el papel de la banca comercial como prestamista y su relación con la política monetaria. Cambios en la política de las autoridades monetarias modifican las reservas bancarias, lo que a su vez modifica la oferta de préstamos bancarios al sector privado (empresas y familias), alterando en consecuencia la demanda agregada. Este canal se enfoca principalmente en las pequeñas empresas que son dependientes directos del crédito bancario, ya que las grandes empresas pueden obtener financiamiento en los mercados de capital.

Una política monetaria restrictiva disminuye las reservas bancarias y depósitos bancarios, esto obliga a los bancos comerciales a contraer los préstamos a las pequeñas empresas, “La

reducción en los préstamos es un complemento de la respuesta monetaria³⁷, de ésta forma responden los bancos comerciales ante la postura restrictiva del banco central.

La disminución del monto de créditos bancarios, así como sus respectivos efectos multiplicadores sobre el resto del sector no financiero, generan una disminución del gasto en inversión, a su vez genera un descenso del producto. Se dice que aumenta el riesgo de recuperación de la cartera de la banca comercial porque los aumentos en las tasas de interés dan lugar a que el riesgo asociado a los proyectos rentables se eleve, ya que los empresarios riesgosos son los que adquieren los créditos con costos más elevados, esto también implica mayores costos de vigilancia para los bancos comerciales.

$$M \downarrow = \text{depósitos bancarios} \downarrow = \text{préstamos bancarios} \downarrow = I \downarrow = Y \downarrow$$

3.1.4.2. El canal de la hoja de balance

Este canal analiza la posición financiera del prestatario y opera a través del patrimonio neto de las empresas. Las empresas tienen a su alcance dos fuentes de financiamiento: la primera es el financiamiento interno, (retención de utilidades y flujo de efectivo), la segunda, el financiamiento externo (emisión de acciones o deuda, y crédito bancario). Si el valor neto de sus activos líquidos más las garantías negociables es elevado, la empresa tiene una mayor posibilidad de tener acceso al crédito bancario, en el momento en que el banco central incrementa la tasa de interés, el costo del financiamiento externo se eleva, el precio de las acciones disminuye y el valor neto de la empresa cae, dificultando la obtención de financiamiento, tanto interno como externo. Un bajo patrimonio neto incrementa el problema del riesgo moral porque significa que los propietarios tienen una participación más baja de capital contable en sus empresas, dándoles más incentivos para participar en proyectos de inversión riesgosos.

³⁷ Ibid. p. 64.

Una política monetaria restrictiva ($M \downarrow$) tiene dos efectos: el primero, la posición financiera de las empresas se ve debilitada por el aumento de las tasas de interés, ya que aumentan los gastos por concepto de intereses de corto plazo, reduciendo por una parte el flujo de efectivo neto y ocasionando una mayor fragilidad financiera en la empresa. El segundo, el alza en las tasas de interés generará una disminución en el valor de las acciones ($Pe \downarrow$), lo que traerá como consecuencia que la empresa sufra una reducción en las garantías que puede ofrecer para obtener préstamos, lo que conduce a gastos de inversión más bajos ($I \downarrow$), y finalmente una caída al producto.

$$M \downarrow = Pe \downarrow = \text{selección adversa} \uparrow \& \text{riesgo moral} \uparrow = \text{prestamos} \downarrow = I \downarrow = Y \downarrow.$$

Podemos resumir que los canales de transmisión que se manejan dentro del Nuevo Consenso solo buscan contener el fenómeno inflacionario mediante el impacto de la política monetaria sobre la demanda agregada, minimizando los efectos de ésta sobre la oferta agregada. Se minimizan los efectos que la política de tasas de interés tiene sobre la oferta agregada, tanto en el corto como en largo plazo. Existen dos vías: la primera es directa, la tasa de interés determina los costos financieros de la producción, mientras que la segunda indirectamente, a través del efecto de la tasa de interés sobre la demanda agregada, en materia de decisiones sobre inversión, ahorro y consumo. Es claro que la política monetaria afecta la oferta agregada al impactar las tasas de interés, en general cuando incrementa la tasa de descuento, eleva los costos financieros de la producción que dependen directamente del crédito bancario, y con ello resulta un aumento de precios cuando los productores traspasen sus mayores costos a los precios.

3.2. Canales alternativos de política monetaria

El manejo de la política de Metas de Inflación bajo el Nuevo Consenso, la liberalización de la cuenta de capitales, de los mercados financieros, la globalización económica y financiera, todos éstos fenómenos, en conjunto, han motivado a los agentes económicos a buscar alternativas de rendimiento en los mercados financieros para tratar de obtener ganancias en el corto plazo. Estos cambios estructurales han generado un crecimiento

exponencial de los inversionistas institucionales, los mercados financieros, e instrumentos financieros.

En esta nueva estructura financiera internacional, el papel de la banca comercial como institución que provee los fondos necesarios para la actividad productiva ha disminuido, ya que sus operaciones están orientadas al manejo de los instrumentos financieros estructurados, creando una serie de conductos y vehículos estructurados de inversión a fin de mantener los activos de riesgo fuera de sus balances contables, modificando su forma de hacer negocios. “Es necesario destacar que la banca comercial encuentra medios alternos de financiamiento y maneja un portafolio de inversión propio, lo que le permite evadir la política monetaria e incluso restringir el crédito bancario porque obtiene importantes rendimientos con otro tipo de inversiones financieras”³⁸.

Ante estos fenómenos la política económica ha reducido sus grados de libertad, en particular la política monetaria, cuyos mecanismos y canales de transmisión han cambiado ante el nuevo papel de los agentes financieros y de sus estrategias de financiamiento, manejo de flujo de efectivo y formación de precios. “La desregulación financiera modificó los determinantes de los precios claves del financiamiento de la inversión y cambió la organización financiera incrementando la volatilidad en el tipo de interés y la tasa de cambio, lo que propagó la especulación financiera. Ello debilitó los mecanismos de transmisión monetaria provocando una reducción de liquidez para el sector productivo”³⁹.

Bajo este panorama económico surgen otros canales de transmisión de la política monetaria, los cuales modifican la implementación de la misma. “En este contexto surgen nuevos canales de transmisión de la política monetaria; el canal de los costos financieros, el canal de las expectativas de rentabilidad, tanto de las empresas como de la banca comercial

³⁸ Ampudia, Nora (2009), “Debilitamiento del traspaso de la inflación, debilidades de la política monetaria y efectos en el mercado laboral”, México, *tesis de Doctorado*, Facultad de Economía-UNAM, p. 125.

³⁹ Levy, Noemí (2002), “El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, FES Acatlan-UNAM, Porrúa, p. 404.

y las instituciones financieras en general, y el canal del flujo de efectivo”⁴⁰. Estos canales reconocen que la política monetaria afecta a la demanda agregada, pero también a la oferta pues modifica el flujo de efectivo de las empresas a través de la tasa de interés en el corto plazo, ya que modifica las decisiones sobre el acervo de capital, y en el largo plazo, al distorsionar las decisiones de inversión de las empresas.

3.2.1. El canal del costo financiero

El canal del costo financiero opera bajo el escenario actual de liberalización financiera, éste canal implica la planeación total y estratégica de los costos, la búsqueda de fuentes de financiamiento e ingreso, así como el tratar de obtener rentabilidad en áreas alternas a la producción. Una política monetaria restrictiva que eleve las tasas de interés implica un mayor costo financiero en los procesos productivos, obliga a modificar las decisiones en cuanto a la fuente de financiamiento y el uso de los excedentes monetarios. La empresa puede optar por utilizar un financiamiento interno (ganancias no redistribuidas) impactando el flujo de efectivo, pero también puede buscar el financiamiento externo mediante crédito bancario o bursatilización de deuda. Ante los mayores costos financieros para la producción las empresas pueden decidir invertir sus excedentes monetarios en los mercados financieros generando un proceso de *financiarización* de las empresas.

“En el corto plazo, conforme los bancos incrementan sus tasas de interés sobre el crédito que conceden a las empresas y los consumidores, el costo del endeudamiento también crecerá, de ahí que se imponga un costo adicional a los deudores. Dada la estructura de la industria y el comercio, esto puede conducir a precios más elevados. En el largo plazo, sin embargo, las tasas de interés más altas pueden reducir la inflación, pero a través de un colapso en la economía real. De hecho, los incrementos en las tasas de interés redistribuirán

⁴⁰ Ampudia, Nora (2010), “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEc - UNAM, 41 (161), p. 224.

el ingreso de las familias hacia los rentistas, conduciendo a un colapso de la demanda efectiva”⁴¹.

3.2.2. El canal de las expectativas de rentabilidad

Este canal se basa en las expectativas de rentabilidad de las empresas, las cuales pueden verse modificadas conforme se incrementa el costo financiero de la producción y la facilidad para adquirir activos financieros. Estas expectativas obligan a las empresas a gestionar sus costos de producción, y se ven alteradas por los movimientos en la tasa de interés y el tipo de cambio. Simplemente el estado de optimismo o pesimismo con respecto a la dinámica económica modifica las expectativas de rentabilidad, al igual que el grado de confianza sobre la rentabilidad del proyecto de inversión.

Estas expectativas de rentabilidad influyen en las decisiones de inversión de la banca comercial, como en cualquier empresa. La banca comercial modifica sus expectativas de rentabilidad en función de la tasa de descuento impuesta por el banco central. La banca comercial mediante la gestión de su portafolio de inversión puede inclinarse hacia el crédito bancario ó hacia la búsqueda de nuevos servicios financieros que le generen rendimientos: factoraje, arrendamiento, administración de nómina, cobro de servicios, seguros, arbitraje cambiario, portafolios de inversión.

El banco central pierde de vista estos nuevos canales de transmisión cuyo mecanismo se encuentra relacionado con las variaciones del tipo de cambio, la tasa de interés y los nuevos activos financieros y sus efectos sobre el proceso de formación de precios. “La política monetaria de metas de inflación es insuficiente ante el proceso de *financiarización* bancaria, al concentrarse en un solo objetivo: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, control de la inflación, y al considerar que el dinero es neutral.”⁴²

⁴¹ Rochon, Louis-Philippe (2010), “Metas de inflación, distribución del ingreso y la tasa de interés justa” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, p. 264.

⁴² Ampudia, Nora (2010), “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEc - UNAM, 41 (161), p. 225.

3.2.3. El canal de flujo de efectivo

Este canal opera mediante los flujos de efectivo de las empresas y de la banca comercial que se modifican por las decisiones de la banca central. La política monetaria de los bancos centrales sustentada en mayores tasas de interés impone restricciones a la creación de crédito tanto por el lado de la demanda, como por el lado de la oferta. En lo que se refiere a la demanda, las empresas que ven elevarse las tasas de interés deciden fondearse con recursos internos (flujo de efectivo) y/o con proveedores, y deben reducir sus costos de producción. Las empresas con deudas financieras también verán impactado su flujo de efectivo, y como en el caso anterior tendrán que disminuir costos.

La oferta crediticia se modifica por el hecho de que la banca comercial puede presentar problemas de flujo de efectivo ante el incremento en tasas de interés, y buscará construir portafolios de inversión que contengan instrumentos de deuda pública y derivados financieros, a la par que restringe el crédito bancario. La restricción del crédito obliga a las empresas a buscar fuentes alternas de financiamiento entre las instituciones financieras no bancarias: factoraje y arrendamiento.

El proceso de restricción crediticia y desbancarización favorece los problemas de flujo de efectivo afectando a su vez las expectativas de rentabilidad de la empresa, de forma que una decisión de política monetaria que modifique la tasa de interés impacta las decisiones de inversión productiva y financiera. El impacto de la política monetaria sobre el flujo de efectivo lleva a las empresas, tanto como a la banca, a buscar coberturas mediante instrumentos financieros como *swaps*, opciones y otro tipo de instrumentos sintéticos.

3.3. La política Monetaria de Banco de México 1995-2012

Después de la crisis de 1994-1995 la política monetaria en México dio un salto cualitativo importante en su manejo y sus objetivos. Las reformas financieras de los años noventa dotaron al Banco de México de las condiciones necesarias para aplicar una política monetaria basada en la estabilidad de la moneda. Las medidas de estabilización y ajuste

estructural que se han utilizado son: i) política monetaria y crediticia restrictivas; ii) estricta disciplina fiscal; iii) deterioro de los salarios reales; iv) manejo del nivel de tipo de cambio nominal mediante intervenciones directas en el mercado cambiario; v) cierta apreciación del tipo de cambio; vi) el uso de las Metas de Inflación para controlar la inflación, y vii) control salarial.

La instrumentación de la política monetaria a partir de 1995 se puede dividir en tres periodos: el primero, comprende de 1995 a 2001, considerado la etapa de transición hacia la estrategia de Metas de Inflación; el segundo comprende de 2001 a 2005, periodo donde el instrumento operativo de política monetaria es el Saldo Objetivo de la cuenta corriente de la banca comercial en Banco de México o Régimen de encaje cero; y el tercero, el cual abarca de 2005 hasta 2012 (año en que concluye la presente investigación), donde la tasa de fondeo bancario es el principal instrumento de política monetaria.

La política monetaria inmediata a la crisis de 1995 se instrumentó a partir del crecimiento de los agregados monetarios, básicamente se fijaba un objetivo para el incremento de la base monetaria. Esta política se abandonó rápidamente por considerarse que no ayudó a la estabilización de las expectativas inflacionarias, del tipo de cambio y de la inflación misma. Desde entonces la política monetaria ha evolucionado por casi dos décadas: “La política monetaria, así como su concepción, se ha modificado de manera sustancial a lo largo de varias décadas. El Banco de México ha transitado de una política basada en el control cuantitativo de algún agregado monetario y de un tipo de cambio fijo o controlado a una política de tasas de interés y un tipo de cambio relativamente flexible”⁴³.

A partir de que se otorga la autonomía al Banco de México su objetivo principal es lograr preservar el poder de compra de la moneda nacional. A partir de 1995 la autoridad monetaria utilizó dos instrumentos para lograr su objetivo: El primer instrumento es el saldo objetivo de la cuenta corriente de la banca comercial en el banco central, se considera un instrumento con mayor transparencia; y el segundo es la gestión del crédito interno neto,

⁴³ Galindo, L., H. Catalán (2010), “El régimen de metas de inflación en México y la evidencia empírica” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, pp. 152-153.

el cual se utilizó para administrar la liquidez proporcionada por la institución central; mediante estos instrumentos el banco central se encargó de mandar señales sobre los niveles deseados de tasas de interés por parte del banco central, pero la determinación propia de las tasas de interés la determinaba el mercado.

De 1996 a 2000 todos los programas monetarios incluían límites a la expansión del crédito interno neto, un objetivo no negativo de acumulación de reservas y una proyección para el crecimiento de la base monetaria que servía como guía en el suministro de liquidez a través de la gestión del crédito interno neto. Debido a que la base monetaria por el lado de sus fuentes es igual a las reservas internacionales más el crédito interno neto, y que las primeras son una variable exógena, la cual no puede ser controlada por el banco central, el Banco de México se concentra en la gestión crédito interno neto; básicamente para ajustar la oferta de base monetaria a la demanda de la misma pronosticada por el banco central, de ésta forma se administró la liquidez al sistema.

En el año 2000 el Banco de México empezó a publicar informes trimestrales sobre el comportamiento de la inflación para explicar su comportamiento y las principales fuentes que pueden originar presiones inflacionarias. Los informes tenían como objetivo aumentar la transparencia del banco central, y valerse de una política de comunicación proactiva con los principales agentes económicos, en general se buscaba que las expectativas inflacionarias de todos los agentes económicos convergieran con la meta inflacionaria del banco central. Este mismo año se introduce el concepto de inflación subyacente, básicamente para distinguir las fuentes inflacionarias que pueden ser intervenidas por la política monetaria, y las que no. De forma que el componente no subyacente refleja que la inflación obedece a factores de tipo coyuntural o estacional como suele ser el caso de los productos agropecuarios, los precios administrados del sector público, y variaciones de precios que tienen que ver con la estacionalidad.

Finalmente, en 2001 se adoptó oficialmente el esquema de Metas de Inflación, el banco central definió un objetivo de inflación a largo plazo del 3 por ciento para el Índice

Nacional de Precios al Consumidor (INPC)⁴⁴, con un intervalo de variabilidad de +/- 1 punto porcentual, este intervalo se establece para reflejar el impacto transitorio de los ajustes de los precios relativos sobre la inflación, y busca darle cierto grado de flexibilidad a la política monetaria.

Finalmente en el año 2003 se logra una de inflación para el INPC de 3.98 por ciento, éste valor entra dentro del rango del 3 por ciento +/- 1 punto porcentual para la meta de inflación, dicho resultado se obtuvo básicamente como resultado de la política monetaria restrictiva del Banco de México, la cual se basó en mantener una fuerte restricción del crédito interno neto del banco central hacia la banca y principalmente hacia el gobierno. El régimen de metas de inflación se basa en que la autoridad monetaria se tiene que encontrar libre de dominancia fiscal, por lo cual no puede no financiar los déficits del gobierno.

“En el marco de una política monetaria basada en metas de inflación, el Banco de México ha asumido la tesis de que un gasto público deficitario generará inflación, por ello ha optado por elevar las tasas de interés cuando el déficit público presenta un incremento; con la consiguiente contracción de la actividad económica, para evitar las supuestas presiones inflacionarias. En consecuencia, el alza en la tasa de interés es el resultado de la instrumentación de una política monetaria restrictiva que conduce inevitablemente a la contracción de la inversión privada como efecto de la reducción del crédito por parte de la banca comercial y/o de la menor demanda de éste por parte de las empresas”⁴⁵.

El aumento de las tasas de interés del Banco de México ha logrado reducir la inflación, pero a costa de menores niveles de inversión, un aumento de los costos de los créditos, resultando en una contracción de la actividad económica. Las tasas de interés elevadas han generado que el país sea atractivo a los capitales financieros extranjeros, ocasionando un

⁴⁴ Se eligió el INPC debido a que el público se encuentra más familiarizado con el mismo, buscando que la meta inflacionaria sea transparente, accesible y creíble.

⁴⁵ Ortiz, Luis (2010), “Política Monetaria con dinero endógeno. Ajuste fiscal, control de la inflación y crecimiento económico en México” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, p. 359.

importante flujo de capitales hacia el país, en búsqueda de mejores rendimientos, como resultado del diferencial de tasas de interés internas respecto de las externas.

El monto de capitales externos que ingresa a la economía mexicana puede generar presiones inflacionarias, para esto el Banco de México realiza constantemente operaciones esterilización, con base en ello la gestión del crédito interno neto y cualquier aumento de las reservas internacionales, se traduce en una disminución del crédito del banco central.

3.3.1. Esterilización de los flujos de capitales externos

La eliminación del encaje legal y de los coeficientes de liquidez, como parte de la liberalización financiera de los años noventa, generó que el banco central perdiera instrumentos importantes en cuanto al control directo que tenía sobre la base monetaria, por lo que el Banco de México tiene que recurrir a la gestión del crédito neto a bancos de desarrollo, a la banca comercial, a los depósitos de regulación monetaria (DMR) y reportos. La gestión del crédito interno implica alteraciones en el monto y las condiciones de la oferta de recursos primarios monetarios, para alterar las tasas de interés de corto plazo, como instrumento principal de la política monetaria.

El Banco de México cuenta con otro instrumento disponible para cumplir sus objetivos de política monetaria, es la intervención en el mercado de divisas para controlar el tipo de cambio. La conducción de la política de esterilización en el mercado cambiario se desarrolla en dos etapas. En una primera, el banco central compra el excedente de moneda extranjera del mercado cambiario, lo que provocaría una expansión de la base monetaria, por lo cual en la segunda etapa, el banco central absorbería el incremento de la base monetaria, al colocar una cantidad de activos domésticos equivalente a la sobre oferta de moneda extranjera, la base monetaria no se modifica, y por lo tanto la tasa de interés permanece en el nivel fijado por la autoridad monetaria.

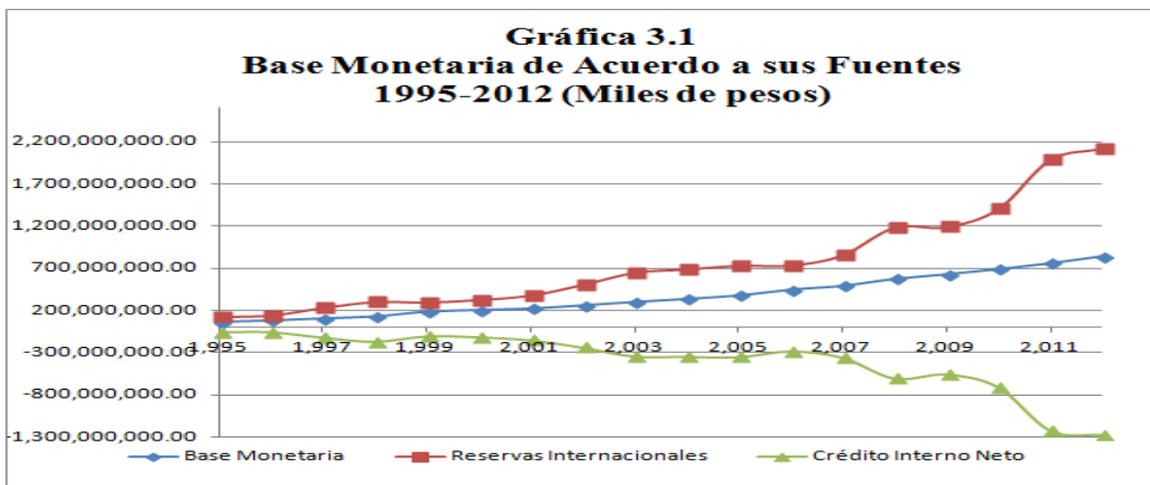
“El mencionado aumento de las reservas indica que el Banco de México (Banxico) decidió acumular la entrada extraordinaria de divisas al país como parte de sus políticas para

fortalecer el peso. Además, esa entrada de divisas significó una emisión equivalente de la moneda del banco central, al expandir la base monetaria sin relacionarla con la demanda interna de dicha moneda. Por tanto, para mantener los niveles deseados en la evolución de la base monetaria, Banxico procedió a destruir la masa de moneda creada por la entrada de divisas (esterilización), lo que se tradujo en la contracción del crédito interno neto⁴⁶.

El aumento de las reservas internacionales en el periodo 1995 a 2012 se puede observar en la gráfica 3.1, dicho aumento se debe al diferencial positivo de tasas de interés internas respecto a las externas lo que permite que un flujo de capitales extranjeros ingrese a la economía. Estos flujos son utilizados básicamente para estabilizar el tipo de cambio y por lo tanto fortalecer la moneda nacional.

En la gráfica 3.1 se nota claramente que la base monetaria presenta una senda de expansión definida, esto como resultado de la gestión del crédito interno neto, basado en la relación inversa entre las reservas monetarias y el crédito interno. Mediante la intervención de la autoridad monetaria, se regula la oferta de divisas en el mercado, se establece una meta del tipo de cambio nominal y, simultáneamente, se colocan valores gubernamentales o con garantía gubernamental, esto para evitar que el impacto monetario de los flujos de capital externo deprima la tasa de interés interna y desestabilice el tipo de cambio.

⁴⁶ Mántey, Guadalupe (2010), “Gestión de la base monetaria por Banxico y desarrollo económico en México desde 1995” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, p. 211.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Estadísticas Agregadas Monetarias. Fuentes de la Base Monetaria

El tipo de cambio que pasó a un régimen de flotación a partir de la crisis de 1995, es un instrumento fundamental para la estabilización de precios, éste es inducido a niveles deseables mediante la influencia de las operaciones de mercado abierto. En “casos necesarios”⁴⁷ la autoridad interviene de manera más directa. La obsesión por la estabilización del tipo de cambio refleja el reconocimiento por parte del banco central de que sus variaciones pueden generar incrementos en los precios.

La economía mexicana que se caracteriza por tener una inflación estructural, básicamente por su alta dependencia de tecnología e insumos importados necesarios para su crecimiento, necesita mantener un nivel de tipo de cambio que no afecte los costos de los productos importados. “En un contexto de alto traspaso del tipo de cambio a la inflación, la estabilidad de precios se dará a través del anclaje, o incluso apreciación, del tipo de cambio nominal. Lo anterior implica una reducción del tipo de cambio real que hace más intenso el desequilibrio en la cuenta corriente –al encarecer las exportaciones y abaratar las

⁴⁷ En los momentos que las variaciones del tipo de cambio afectaran el cumplimiento de la meta de inflación, el banco de México intervino directamente para administrar y controlar las fluctuaciones del tipo de cambio nominal, lo que en la práctica significa mantener un tipo de cambio fijo y la apreciación del tipo de cambio real. Existe la posibilidad de intervenir directamente en el mercado cambiario mediante la compra o venta de dólares

importaciones- y que predispone a una mayor dependencia de flujos de capital externos que permitan cerrar la brecha ahorro-inversión y la brecha de divisas”⁴⁸.

En este marco las operaciones de mercado abierto desempeñaron un papel fundamental para mantener estable el tipo de cambio nominal mediante las operaciones de esterilización de flujos externos de capital. Las operaciones de esterilización en el mercado de cambios no son la mejor estrategia para mantener la estabilidad monetaria porque conllevan un elevado costo fiscal, debido a que la esterilización de los incrementos en las reservas internacionales derivado de los flujos de capitales externos se realiza mediante la colocación de valores gubernamentales a través de operaciones de mercado abierto.

3.3.2. La política monetaria a través del “Corto”

El principal instrumento de política monetaria durante el periodo 1995 - 2007 fue el denominado “Régimen de Encaje Promedio Cero” o “Corto”. Dicho instrumento primero se maneja como régimen de saldos acumulados y posteriormente como régimen de saldos diarios. El objetivo principal del “corto” era modificar la tasa de interés interbancaria⁴⁹ y con ella el resto de las tasas de interés en el sistema, dado que los cambios en las tasas de interés alteran las decisiones de los agentes económicos en cuanto ahorro, inversión y consumo, y así poder impactar la demanda agregada. A su vez el “corto” anclaría las expectativas inflacionarias de los agentes económicos a la meta inflacionaria del banco central.

La operatividad del régimen de encaje promedio cero establecía un balance nulo de reservas para las instituciones financieras, con el objetivo de eliminar la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo. La autoridad central exigía a las instituciones de crédito que

⁴⁸ Mántey, G. y Mimblera, M. (2012), “Políticas de banca central para el crecimiento sostenido con estabilidad de precios” en José Luis Clava (coord.), *Políticas Macroeconómicas para el crecimiento sostenido*, México, Juan Pablos Editor, p.50.

⁴⁹ No existía una determinación directa de la tasa de interés por parte del Banco de México, pero ésta se afectaba por el efecto que el “corto” generaba en el mercado de dinero. Los participantes en el mercado incorporan toda la información disponible y responden de acuerdo a la señal que envía el banco central.

al final del periodo de cómputo⁵⁰ el saldo de sus cuentas corrientes fuese cero, si una institución incurría en sobregiro de su cuenta, éste debería ser compensado posteriormente con un depósito de igual magnitud para no hacerse acreedora a una penalización⁵¹. El Banco de México ponía “en corto” al sistema financiero, a través de la penalización de los sobregiros, pero también se permitía que los bancos procuraran compensar con otros bancos sus excedentes o déficit de reserva a las tasas de interés vigentes en el mercado. De resultar un saldo positivo, la banca perdería el rendimiento que pudo haber obtenido por invertir los recursos respectivos.

El saldo objetivo se ajustaba de manera preventiva con el fin de hacer converger las expectativas inflacionarias de los agentes económicos con las del banco central y evitar reacciones desordenadas de precios. También se modificaba para restaurar las condiciones de estabilidad en los mercados financieros, y cuando se lograba la estabilidad el objetivo de saldos acumulados regresaba a cero.

Para mostrar sus intenciones de política monetaria, el Banco de México daba a conocer la cantidad a la que pretendía llevar el “saldo acumulado o diario total” de las cuentas corrientes de la banca a la apertura del siguiente día hábil. En esta dirección, Banxico señaló que podían existir tres posibilidades:

- Un objetivo de igual a cero era indicativo de la intención del banco central de satisfacer la demanda de billetes a tasas de interés de mercado (política monetaria neutral);
- Un objetivo de negativo, señalaba la intención de no proporcionar a la banca los recursos suficientes a las tasas de interés de mercado, obligando así, a una o varias instituciones de crédito, a obtener parte de esos recursos a través del sobregiro en sus cuentas corrientes, o bien por un préstamo interbancario, lo que incrementaba las tasas de interés, ya que las instituciones trataban de evitar pagar la elevada tasa

⁵⁰ De 1995 a 2003, el régimen de saldos acumulados establecía periodos de cómputo de 28 días naturales, posteriormente fue diario, bajo la misma lógica anterior, pero reduciendo el periodo de cómputo a un solo día, hasta su desactivación en febrero de 2008.

⁵¹ Se penalizaba a las instituciones financieras con una tasa del doble a la de los Cetes de 28 días en caso de sobregiro.

de sobregiro, buscando obtener esos recursos en el mercado de dinero (política monetaria restrictiva mediante la aplicación de un “corto”).

- Un objetivo de positivo, buscaba la baja sobre las tasas de interés y era indicativo de una política monetaria laxa o “largo”, implicaba el aflojamiento de las condiciones monetarias, pero no representaba inyección de cantidades importantes de dinero al mercado.

En el periodo de instrumentación del “corto” el Banco de México pronosticaba diariamente el monto de billetes y monedas demandados por las instituciones financieras, y anunciaba su saldo objetivo para el saldo de las cuentas corrientes de la banca comercial en el banco central, las variaciones de éstas eran compensadas por el banco central a través de su intervención en el mercado de dinero. Esto con el objetivo de mantener la estabilidad de las tasas de interés y así mantener una base monetaria deseada.

El banco central reconoce que no puede controlar directamente las tasas de interés, el Banco de México ejerce un control relativo sobre la oferta de dinero primario (base monetaria) mediante el saldo objetivo. “Su participación en el mercado de dinero puede alterar temporalmente el comportamiento de las tasas de interés, y éstas, a su vez, incidir sobre la demanda agregada y, a través de ella, sobre el nivel general de precios”⁵². Pero la determinación propia de las tasas de interés era establecida libremente por el mercado.

Diariamente por la tarde después de haber sido cargados o abonados en las cuentas de la banca comercial los resultados de las cámaras de compensación de documentos de títulos y electrónica, el Banco de México abría su sistema durante una hora con el propósito de que los bancos intercambiaran fondos. También se realizaban las subastas vespertinas para corregir errores de pronóstico, principalmente de billetes y monedas y acercarse a la demanda de base monetaria pronosticada.

⁵² Banco de México, “La Conducción de la Política Monetaria de Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”, Banxico, p. 3.

El Banco Central actuaba como prestamista de última instancia de la banca comercial; pues los bancos comerciales después de realizar su actividad diaria recurrían al instituto emisor para equilibrar sus balances. El Banco de México tenía que satisfacer las necesidades de liquidez de los bancos para garantizar la solvencia del sistema de pagos, mantener estable la tasa de interés, y el tipo de cambio nominal.

Para reforzar el efecto del “corto”, el banco central buscó mantener una posición acreedora de liquidez de corto plazo frente al sistema bancario, es decir, las instituciones financieras debían dinero por créditos recibidos. Cuando se presentaba ésta posición el banco central se convertía en el proveedor marginal de recursos a través de sus operaciones de mercado abierto⁵³. Una posición acreedora del Banco de México respecto de la banca, le ayudaba a inducir de mejor manera a incrementos en las tasas de interés. En cambio, una posición deudora significaba que al inicio de la sesión diaria, en el mercado de dinero existía un exceso de liquidez que obligaba al banco central a retirar los recursos excedentes mediante subastas de depósitos, sesgando la tasa de interés a la baja.

“Para poder lograr una posición acreedora de corto plazo con el mercado de dinero, en los últimos años el Banco de México ha buscado estructurar sus pasivos con las instituciones financieras a largo plazo, de tal forma que éstos no tengan que ser refinanciados regularmente. Dichos pasivos se han instrumentado en la forma de depósitos de regulación monetaria, tanto obligatorios como voluntarios, y a través de la colocación de valores, tanto Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) como Bonos de Regulación Monetaria (BREMS). Por otro lado, el plazo promedio de los activos del Banco de México con el mercado financiero se ha mantenido a muy corto plazo permitiendo que su refinanciamiento genere la posición acreedora de corto plazo.”⁵⁴

⁵³ Las operaciones de mercado abierto, son el principal instrumento con el que el Banco de México participó en el mercado de dinero para proveer de liquidez a la banca comercial. Durante la vigencia del “corto” se instrumentaron subastas de crédito o depósito, compra-venta de valores gubernamentales en directo o en reporto, ya sea valores del gobierno federal como BONDES o CETES, o valores propios del banco central, como son los BREMS (bonos de regulación monetaria).

⁵⁴ Banco de México, “La Conducción de la Política Monetaria de Banco de México a través del Régimen de Saldos Diarios”, Banxico, p. 11.

Es importante mencionar que el monto del “corto” no afectaba la liquidez en el sistema, de hecho se satisfacía toda la demanda de dinero, salvo una pequeña porción, el monto del “corto”, que se satisfacía a una tasa de interés de castigo cuando la banca quedaba en sobregiro. “De esta explicación se infiere que el Banco de México siempre proporcionaba el crédito suficiente para atender plenamente la demanda de billetes y monedas, incluso cuando adoptaba un Régimen de Saldos Diarios Totales (SDT) objetivo negativo. Sólo que en este último caso, parte de ese crédito era otorgado mediante un sobregiro en la cuenta corriente de uno o más bancos”⁵⁵. En realidad el monto del “corto” era realmente mínimo en relación con el monto total del crédito que el banco central otorgaba a la banca comercial a tasas de interés de mercado, y mucho menor a los billetes y monedas en circulación.

La experiencia en México reveló que el sólo anuncio de un “corto”, cambios en la postura de política monetaria del Banco de México, generaba mayores cambios en las tasas de interés que por su nivel específico, el nivel del mismo es demasiado pequeño. Un aumento del “corto” era interpretado como una postura más restrictiva. En contrapartida, una reducción de éste se interpretaba como una posición más neutral aunque el “corto” todavía se mantuviera.

El Banco Central utilizó los “cortos” adoptando una política monetaria restrictiva bajo las siguientes circunstancias:

- Cuando se detectaban presiones inflacionarias futuras incongruentes con el logro de los objetivos de inflación, y cuando las expectativas inflacionarias se desviaban de la metas de inflación;
- Cuando se presentaban perturbaciones inflacionarias, buscando neutralizar los efectos secundarios de las perturbaciones exógenas sobre los precios;
- Cuando se necesitaban restaurar las condiciones de los mercados cambiarios y de dinero.

⁵⁵ *Ibíd.*, p. 8.

El régimen de Encaje Cero empezó a tener un mayor carácter restrictivo a partir de marzo de 1998, ya que el saldo objetivo no regresó a cero posteriormente. Los anuncios posteriores solo aumentaron el nivel del saldo objetivo o “corto”. Sólo en dos ocasiones durante el 2001, y una en el 2002 el nivel del corto disminuyó como respuesta a la desaceleración económica de la economía mexicana y la disminución de las expectativas inflacionarias por debajo de la meta.

En 2004, en parte por los incrementos de los precios internacionales de las materias primas el Banco de México respondió restringiendo su postura incrementando el “corto”, pasando de 25 millones de pesos diarios a principios del año, hasta alcanzar 69 millones de pesos diarios en diciembre, para que dichos aumentos no afectaran el nivel general de precios. Entre febrero de 2004 y marzo de 2005, el Banco de México modificó constantemente el saldo objetivo para contrarrestar los incrementos en la inflación. El monto del "corto" no presentó cambios a partir de marzo del 2005 hasta su desactivación en enero del 2008, ubicando su monto en 79 millones de pesos (ver cuadro 3.2 anexo).

En abril de 2004 se inició una nueva etapa de transición en la política monetaria encaminada al establecimiento del objetivo operacional de tasa de fondeo bancario, se estableció un piso a dicha tasa de interés. La transición hacia la tasa de interés de referencia como objetivo operacional no supuso un cambio profundo con respecto al “corto”, pues operaba de forma más directa mediante los anuncios de la tasa de fondeo bancario.

3.3.4. Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés

A partir del 21 de enero de 2008 el Banco de México adoptó como objetivo operacional de la política monetaria la tasa de interés interbancaria a un día “tasa de fondeo bancario” en sustitución del “corto”. La transición hacia la tasa de fondeo bancario se realizó una vez alcanzada la estabilidad macroeconómica: tasas de inflación de un dígito, las expectativas inflacionarias de los agentes económicos ancladas, o lo más cercanas a la meta de inflación, un mayor desarrollo de los mercados financieros, por lo que el cambio de instrumento de política monetaria se consideró como un proceso natural.

“Una vez lograda la estabilidad de los mercados financieros y la consolidación de las tasas de inflación en niveles bajos, transmitir las señales de política monetaria exclusivamente a través del “corto” es menos apropiado. Con una inflación estable, es necesario ser más específico sobre el nivel deseado de la tasa de interés. Por tal motivo, y con el fin de reforzar la instrumentación de su política monetaria, el Banco de México llevó a cabo una serie de medidas encaminadas a adoptar un objetivo operacional de tasas de interés”⁵⁶.

Los anuncios de política monetaria a partir de abril de 2004 establecían niveles precisos sobre el nivel deseado de las “condiciones monetarias” o tasas de interés, fijando niveles mínimos para las tasas de interés de corto plazo. Mediante estos anuncios el Banco de México logró que las tasas de interés de fondeo interbancario se ajustaran a movimientos puntuales y estables, y que los mercados financieros operaran bajo la tasa señalada. Esto es un indicio de que el mercado operó “de facto” siguiendo la tasa señalada por el Banco de México. El último movimiento de las tasas de fondeo interbancario relacionado con un cambio en el “corto” fue en marzo 2005.

La “tasa de interés de fondeo bancario” es considerada como una tasa de referencia por encima de las bancarias y es una tasa de corto plazo; el banco central busca que el nivel promedio de todas las tasas de interés de la estructura temporal se relacione fuertemente con la tasa de interés de corto plazo. Se busca impactar las tasas de mayor plazo, ya que éstas impactan las decisiones de consumo y ahorro de los hogares y empresas. Se seleccionan las tasas de corto plazo porque la autoridad monetaria tiene mayor influencia sobre ellas.

Si el Banco Central logra relacionar las tasas de corto y largo plazo, las acciones de política monetaria no se diluyen a lo largo de la estructura temporal de tasas, sino por el contrario, se obtienen los efectos deseados en la economía por la autoridad monetaria. “Así, el hecho de que la tasa de interés de corto plazo esté estrechamente relacionada con el nivel de la estructura temporal de tasa, sería evidencia favorable a que las expectativas de inflación

⁵⁶ Banco de México, Informe sobre Inflación Julio-Septiembre 2007, Banxico, p. 68.

estén ancladas. Lo anterior debido a que la política monetaria está en gran medida asociada a las variaciones del componente nominal de las tasas de interés de largo plazo”⁵⁷.

Una vez adoptado el objetivo operacional de tasa de interés de fondeo bancario, los mecanismos de transmisión de la política monetaria expuestos en la primera parte del presente capítulo, son fundamentales para el desempeño de la política monetaria del Banco de México. Las variaciones de la tasa de interés impactan a la economía mediante los diversos canales: canal del crédito, canal del flujo de efectivo, canal de costos financieros.

Para que la tasa de interés se convirtiera en el principal instrumento de política monetaria el Banco de México realizó las siguientes adecuaciones:

- Se eliminó el objetivo operacional sobre saldo objetivo de las cuentas corrientes de los bancos con el banco central “corto”, y se sustituyó por una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día;
- Las operaciones de mercado abierto tendrían como objetivo llevar a cero el saldo agregado de las cuentas corrientes de los bancos al final del día. El banco de México continuó inyectando o retirando toda la liquidez faltante o sobrante del sistema a través de estas operaciones;
- Las tasas a las que se remuneraban los excedentes en las cuentas corrientes seguirían siendo de cero, o se cobrarían sobregiros de dos veces la tasa de fondeo bancario a plazo de un día.

La tasa objetivo se modifica cuando las expectativas de inflación se alejan de niveles congruentes con la meta de inflación. El nivel objetivo de tasa de interés interbancaria al inicio de su operación se fijó en 7.50 por ciento de enero a mayo de 2008. Ante las presiones inflacionarias ocasionadas por el aumento de los precios de las materias primas internacionales el Banco de México respondió incrementando el objetivo de la tasa interbancaria en 25 puntos base los meses de junio a agosto del mismo año, alcanzando un

⁵⁷ Cortés, J., M. Ramos (2012), “Un modelo afín de la estructura temporal de tasas de interés en México”, *Gaceta de Economía*, ITAM, México, Número Especial, p. 378.

nivel objetivo de 8.25 por ciento (ver cuadro 3.3 anexo). Para el Banco central es importante contener las presiones externas, ya que se pueden traducir en presiones sobre los costos de las empresas, que a su vez se pueden traducir en aumentos en los precios.

A partir de 2009 la tasa de interés interbancaria desciende, el nivel objetivo se redujo de un 8.25 por ciento registrado a finales de 2008, a 4.50 por ciento a partir del 17 de julio de 2009, acumulando una disminución de 375 puntos base (ver cuadro 3.3 anexo), pero siempre manteniendo una brecha positiva respecto a las tasas de interés internacionales, para asegurar un flujo de capitales hacia la economía. El Banco de México no modificó el objetivo de julio de 2009 hasta 2012 argumentando que no se encontraron presiones inflacionarias por el lado de la demanda que influyan sobre el nivel de precios.

El objetivo del Banco de México de mantener la estabilidad del poder de compra de la moneda ha sido posible por el flujo de recursos y de capital que la economía ha generado, en parte por las exportaciones de PEMEX, remesas, inversión extranjera y deuda externa, los cuales han permitido que la economía cuente con las reservas internacionales necesarias para estabilizar el tipo de cambio, así como la inserción al proceso de globalización por medio de la apertura comercial y financiera. “La autonomía del banco central ha atentado sobre las condiciones financieras internas para el crecimiento, provocando una gran dependencia del financiamiento externo, al privilegiar políticas encaminadas a promover la entrada de capitales a costa de relegar la instrumentación de políticas a favor del crecimiento”⁵⁸.

La tasa de interés de fondeo bancario no modificó la postura de política monetaria del Banco de México, la cual continúa manejando una brecha positiva de tasas de interés internas respecto a las externas, para asegurar un flujo permanente de capitales externos que permitan la estabilidad de la moneda. Los capitales continúan siendo esterilizados para que no generen presiones sobre los niveles generales de precios.

⁵⁸ Huerta, Arturo (2011), “La falta de financiamiento externo cuestiona la autonomía del banco central” en Noemi Levy y Teresa López (coords.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México, UNAM, Juan Pablos Editor, pp. 289-290.

3.3.4. Operaciones de Mercado Abierto

Las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco de México se han convertido en su principal instrumento para administrar la liquidez del sistema financiero, y es el más utilizado debido al control directo de la institución central sobre éstas. “Las operaciones de mercado abierto (OMA) son el principal instrumento que el Banco de México utiliza para administrar la liquidez de corto plazo ya sea proveyendo fondos o retirando recursos. Las operaciones para inyectar recursos se hacen a través de subastas de crédito o compra de valores en directo o en reporto, y las operaciones para retirar liquidez mediante subastas de depósitos o venta de valores en directo o en reporto”⁵⁹.

El objetivo principal de las operaciones de mercado abierto es tratar de equilibrar los excedentes o faltantes de liquidez para que éstos no influyan sobre los niveles de las tasas de interés del mercado de dinero y sobre la inflación. De esta forma la política monetaria se conduce afectando las condiciones bajo las cuales se satisfacen las necesidades de liquidez en el mercado de dinero. El Banco de México cuenta con otros instrumentos adicionales como son la compra-venta de títulos de deuda, los depósitos de regulación monetaria, las facilidades de crédito y depósito, etc.

La liquidez del mercado se equilibra por medio de las cuentas corrientes de la banca en el banco central, por medio de las cuales se hace frente a las necesidades de liquidez del mercado de dinero. La banca funge como intermediario entre el banco central y el público, a fin de que la demanda de circulante se satisfaga. Para esto el banco central, diariamente determina cuánto dinero hay que inyectar al sistema, equilibrando la liquidez, buscando saldar la demanda de base monetaria, y que al finalizar el día los saldos de las cuentas corrientes de los bancos sean cero.

Al igual que en la operatividad del “corto” los excedentes en las cuentas corrientes se cobran los sobregiros, mediante una penalización de dos veces la tasa objetivo para el fondeo bancario a plazo de un día. Al utilizar la tasa objetivo del Banco Central para cobrar

⁵⁹ Banco de México, “Operaciones de Mercado Abierto en el Banco de México”, p.1.

los sobregiros y como base para las operaciones de mercado abierto, la autoridad provee de incentivos para que las operaciones de fondeo entre los bancos se lleven a cabo a tasas cercanas a la tasa objetivo.

Se busca equilibrar la liquidez del sistema para mantener la estabilidad de la tasa objetivo de fondeo bancario y la estabilidad del sistema de pagos. “En un régimen de metas de inflación y en ausencia de requerimientos de reservas es necesario aplicar mecanismos que obliguen a los bancos a proporcionar información veraz y oportuna mediante operaciones de subastas para ofrecer créditos, depósitos, reportos y compras o ventas de valores gubernamentales (operaciones de mercado abierto), según sea el caso, para mantener la estabilidad del sistema de pagos y el nivel objetivo de la tasa de interés. Con estas operaciones la autoridad monetaria puede establecer el piso y el techo de la tasa de interés del fondeo interbancario, lo que a su vez le permitirá controlar el nivel de las otras tasas de interés, y por tanto evitar la presión sobre el nivel de precios”⁶⁰.

La política monetaria de estabilidad del Banco de México ha generado un proceso de *financiarización* de los agentes económicos. Dicha política se ha subordinado a los intereses del capital financiero manteniendo posturas restrictivas basadas en altas tasas de interés que contraen la liquidez de la economía. Las actividades financieras han ido en constante aumento, la banca comercial ha buscado obtener mayores rentabilidades en el corto plazo mediante operaciones financieras reduciendo el financiamiento de actividades productivas, la inversión de instrumentos financieros es cada vez más importante.

Ante los altos niveles de tasas de interés, las empresas tienen impactos en la formación de precios, específicamente en los costos financieros de producción, lo que reduce las ganancias. Frente a dicho panorama las empresas pueden utilizar sus excedentes monetarios para buscar un mayor rendimiento en los mercados financieros en lugar de participar en los mercados productivos generando un proceso de *financiarización* de las empresas.

⁶⁰ López, Teresa (2010), “Política monetaria y estructura bancaria en el contexto de la innovación financiera” en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *México Filiales exitosas y fracaso económico*, México, IIEc-UNAM, p. 118.

La política de estabilidad busca mantener la disciplina fiscal manteniendo una política monetaria restrictiva, así como una estabilidad cambiaria acompañada de las reformas estructurales instrumentadas en los años noventa, que han estado encaminadas a crear las condiciones de confianza y rentabilidad para los capitales financieros. “Las políticas macroeconómicas de “estabilidad” junto con las llamadas reformas estructurales, orientadas a ampliar la esfera de la influencia del gran capital nacional e internacional, propician prácticas especulativas que generan un *boom* financiero-especulativo que distorsionan la asignación de recursos en detrimento de la esfera productiva, del empleo y del crecimiento”⁶¹. Se crean las condiciones de estabilidad para los capitales financieros a costa de una reducción de la actividad económica en general.

Los capitales internacionales fluyen hacia el país en busca de mayores beneficios por los diferenciales de tasa de interés, y por las condiciones de libre movilidad, y las condiciones de confianza que se tienen del país. “En el capitalismo financiarizado los Bancos centrales son la institución superior de la política económica. Exentos de control legislativo gracias a su independencia jurídica y fáctica, se centran en el objetivo de la inflación haciéndose de la vista gorda con los excesos de la especulación financiera.”⁶² Esta lucha contra la inflación deja a la política económica a las fuerzas volátiles de los flujos de capitales, induce recesiones, favorece la redistribución del ingreso de los salarios a las ganancias y rentas.

⁶¹ Huerta, Arturo (2011), “La falta de financiamiento externo cuestiona la autonomía del banco central” en Noemi Levy y Teresa López (coords.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México, UNAM, Juan Pablos Editor, p. 275.

⁶² Lapavitsas, Costas (2009), “El capitalismo Financiarizado: Expansión y Crisis”, Maia, Madrid, p. 9.

Capítulo 4

Finanziarización

Introducción

La evolución del capitalismo durante las últimas cuatro décadas ha sido caracterizada comúnmente con tres términos: neoliberalismo, globalización, y *finanziarización*. En la actualidad, el último concepto se considera la fuerza dominante de esta triada. La *finanziarización* del capitalismo supone el cambio del centro de gravedad de la actividad económica desde la producción hacia el sector financiero y, por tanto, es uno de los elementos clave de nuestro tiempo.

En la década de los años setenta la economía mundial y principalmente las economías desarrolladas entraron en un proceso de estancamiento económico, las oportunidades de inversión rentable en la economía productiva eran escasas, hacía falta una fuerza impulsora para llevar a cabo el proceso de acumulación de capital. Esto generó una crisis estructural del sistema económico, en la cual las finanzas utilizaron su influencia para hacer los reajustes necesarios en el modelo económico.

La reconfiguración económica se dio bajo las premisas neoliberales de desregulación financiera⁶³, liberalización de la cuenta de capital, de los mercados financieros, la apertura extrema, el repliegue de la política económica en general. La desregulación consistió básicamente en la remoción de los controles de tipo cambio y la eliminación de techos a las tasas de interés, también se eliminaron los controles de flujos de capitales. Todos estos cambios estuvieron enmarcados en un proceso internacional de reordenamiento de los sistemas monetario y financieros.

De acuerdo con Duménil y Lévy “el neoliberalismo es la expresión de la nueva hegemonía de las finanzas. Por lo que, no es de extrañar que las finanzas reformaron varias

⁶³ La desregulación financiera se define como el cambio en la reglamentación que limita las actividades de las empresas financieras (bancarias y no bancarias) y no financieras.

características básicas del capitalismo contemporáneo”⁶⁴ caracterizado por lo financiero. De este modo la gestación de esta nueva fase se encuentra en la desregulación y la expansión de los sectores financieros.

La *financiarización* del capitalismo, donde predomina lo financiero, se benefició de las reformas realizadas a los sistemas financieros y monetarios internacionales, esto ha llevado a la disociación del capital financiero respecto al capital productivo. Los agentes económicos han modificado su forma de operar disminuyendo su gasto en inversión, y ampliando sus actividades financieras. La creciente masa de flujos financieros dentro de las economías ha estado acompañada de manera recurrente de inestabilidad y crisis financieras.

Entre los principales cambios de los sistemas financieros fue que se transitó de un sistema dominado por el sector bancario a un sistema basado en el mercado de capitales con predominio de los inversionistas institucionales. En esta nueva faceta de operación predomina la compra venta de activos o títulos financieros por sobre otras formas de financiamiento, por ello el crédito de la banca comercial necesario para financiar al capital productivo ha pasado a segundo término.

4.1. El concepto de *Finanziarización*

El término *financiarización* ha sido abordado desde distintas perspectivas, pero al tratar de explicarlo frecuentemente se recurre a la definición hecha por Epstein para quien: “Financiarización se refiere al papel cada vez más importante de los motivos financieros, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras y elites financieras en la operación de la economías nacional e internacional.”⁶⁵

No obstante, considerar otras explicaciones del término ayuda a comprenderlo mejor. Para Krippner se define como: “... patrón de acumulación donde la obtención de ganancias se

⁶⁴ Duménil, G. y Lévy, D. (2005), “Costs and Benefits of Neoliberalism: a Class Analysis” en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Massachusetts, Edwar Elgar, Chetltenham, p.40.

⁶⁵ Epstein, Gerald (2005), “Introduction: Financialization and the World Economy” en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Massachusetts, Edwar Elgar, Chetltenham, p.3.

realiza a través de los canales financieros en lugar del comercio y la producción de bienes”⁶⁶. Dentro de esta perspectiva, la autora especifica el papel que juegan las empresas no financieras dentro de los incrementos de las actividades y flujos financieros, ahora gran parte de los ingresos de este tipo de empresas se derivan de sus actividades financieras más que de sus actividades productivas, y son participantes activos en los mercados monetarios y de capital.

Palley define a la *financiarización* como: “...un proceso mediante el cual los mercados financieros, las instituciones financieras, y las élites financieras ganan una mayor influencia sobre la política económica y los resultados económicos. La financiarización transforma el funcionamiento de los sistemas económicos, tanto a nivel macro y micro.”⁶⁷ El autor menciona que los cambios en los modelos macroeconómicos, los cuales buscan a toda costa la estabilidad y específicamente la estabilidad de precios, son atribuibles a la evolución del sector financiero.

Lapavitsas, desde una perspectiva marxista, considera que la *financiarización* “...es el resultado de la transformación sistémica de la economía capitalista, la cual gira en torno al sistema financiero e implica la creación de nuevas fuentes de ganancias.”⁶⁸ Las raíces de la *financiarización* se encuentran en las transformaciones del proceso de acumulación capitalista.

Las diversas definiciones acerca de la *financiarización* coinciden en varios puntos: es un proceso que se caracteriza por darle mayor importancia al capital financiero, por encima del capital productivo o industrial; la inversión y el ahorro de los agentes económicos son llevados hacia los mercados financieros con la intención de obtener mayores rentabilidades en el más corto plazo posible. Ésta lógica del capitalismo lleva implícitamente un mayor

⁶⁶ Krippner, Greta R. (2005), “The financialization of the American economy”, in *Socio-Economic Review*, 3 (2), p. 174.

⁶⁷ Palley, Thomas (2007), “Financialization: What It Is and Why It Matters”, The Levy Economics Institute of Bard College, Washington, D.C, Working Paper 525, p.2.

⁶⁸ Lapavitsas, Costas (2011), “El capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera.” en Lapavitsas y Morera (coordinadores). *La crisis de la financiarización*, México, IIEc, CLACSO-UNAM, p. 75.

riesgo y la mayor inestabilidad de los mercados financieros que se puede traducir en crisis económicas vinculadas con la acumulación-rentabilidad y finanzas.

4.2. La Financiarización como Teoría de la Crisis

La *financiarización* del capitalismo que supone el traslado del centro de gravedad de la actividad económica de la producción y servicios no financieros al sector financiero, pasó a ser una de las características de la crisis económica mundial en la década de los setenta a convertirse en la característica predominante de las recurrentes crisis económicas a partir de los ochenta. Las crisis económicas fácilmente se pueden definir como la disminución o la interrupción de la inversión, a su vez la disminución de la actividad económica; esto sucede a partir de la separación entre ganancia y el nivel de acumulación del capital productivo, a partir de que el capital financiero se disocia del capital productivo, y la ganancia solo busca reproducirse a través de la reinversión financiera y la especulación.

4.2.1. Expansión del sistema financiero y desproporción de los sectores económicos

En la actualidad la economía es guiada por las finanzas, donde un grupo reducido de capitalistas, los capitalistas financieros, son los que dominan la producción y las finanzas. La acumulación de capital ya no se basa solamente en la acumulación de un *stock* de bienes de capital existentes sino también una acumulación de títulos financieros. La expansión de las finanzas promovidas y estimuladas por los gobiernos mediante la era del neoliberalismo aparece como un resultado del proceso continuo de acumulación.

“Más que una ayuda modesta en el proceso de acumulación del capital, el sector financiero se convirtió poco a poco en una fuerza propulsora. Las finanzas especulativas se transformaron en una especie de motor secundario del crecimiento, dada la debilidad del motor principal, la inversión productiva”⁶⁹. Se buscaron salidas rentables para los superávits de capital, estas fueron proporcionadas por el sector financiero, y se basaron en

⁶⁹ Foster, John B. y Magdoff, Fred (2009), *La gran crisis financiera. Causas y consecuencias*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 29-30.

una idea, que el precio de los activos iría en una sola dirección, hacia arriba, generando una explosión financiera a muy largo plazo.

El capital financiero se ha perdido de su papel principal de financiar al capital industrial, y se ha dedicado a su propia expansión. “El capital financiero, una vez que se desprende de su papel original como un ayudante moderado de la economía real, de la producción, para satisfacer las necesidades humanas, se convierte inevitablemente en un capital especulativo dirigido exclusivamente a su propia auto-expansión. En otros tiempos nadie soñaba que el capital especulativo, un fenómeno tan antiguo como el propio capitalismo, podría llegar a dominar la economía nacional, por no hablar de todo el mundo”⁷⁰.

La *financiarización* se presenta como resultado de la expansión de las ramas financieras que obstaculizan el crecimiento de los sectores productivos y por tanto de toda la economía, esto puede ser una de las múltiples causas de la crisis al presentarse desproporcionalidad entre los diversos sectores económicos. La desproporcionalidad de los sectores también se da en cuanto a la distribución desigual de la riqueza, mientras que las ganancias financieras son crecientes, y en un pequeño puñado de capitalistas financieros, los salarios presentan fuertes presiones a la baja.

4.2.2. Desequilibrios entre producción y demanda (subconsumo)

A partir de la década de los años setenta la economía real presentaba bajos niveles de crecimiento, esto llevaría al estancamiento económico, ante esto la *financiarización* surge como resultado de los desequilibrios causados por la debilidad del crecimiento del consumo y la falta de oportunidades de inversión productiva. El capital buscó apalancar su salida a dicho problema expandiendo la deuda y obteniendo beneficios especulativos.

Una verdad ineludible de la economía capitalista es que la distribución desigual de la riqueza basada en las clases es un factor determinante en el consumo y la inversión. El

⁷⁰ Sweezy, Paul M. (1994), “The Triumph of Financial Capital” in *Monthly Review*, 46 (2), June, p. 2.

régimen de acumulación actual, dominado por lo financiero, ejerce una fuerte presión sobre la distribución entre salarios y beneficios, ocasionando la caída de los salarios reales, teniendo efectos negativos en el consumo. Este último es dependiente directo de los ingresos de los trabajadores, los cuales gastan todos, o casi todos, sus ingresos en consumo. El problema es que los trabajadores no gastan lo suficiente para que la economía se reactive, como resultado de sus bajos salarios.

La caída de los salarios reales a partir de la década de los años setenta ocasionó que los trabajadores no generaran un nivel de demanda suficiente, el cual estimulara a las empresas a llevar a cabo inversiones productivas. Ante esto la *financiarización* surge como resultado de la necesidad urgente de fuentes de inversión rentables de las empresas para sus excedentes monetarios. De esta manera, las empresas trataron de incrementar su capital monetario por medio de la especulación financiera. Ante un incremento de demanda de productos financieros, el sistema financiero respondió con una gran oferta de nuevos instrumentos financieros.

La *financiarización* es vista como una consecuencia de los obstáculos del proceso real de acumulación, y que en realidad sirvió como fuerza contrarrestante de la tendencia hacia el estancamiento. Pero la realidad es otra. "...el reparto entre intereses y dividendos recibidos por los accionistas, por un lado, y beneficios reinvertidos en la empresa, por otro, afecta de tal forma a la inversión, al nivel de la demanda, de la producción y del empleo, que ese régimen solo puede dar un crecimiento económico mundial lento, e incluso muy lento"⁷¹.

Si bien la distribución desigual del ingreso ha generado un nivel de demanda insuficiente de los trabajadores, estos han recurrido a otras formas de elevar su consumo, mediante el endeudamiento del consumidor. Las familias se han endeudado para elevar sus niveles de consumo, lo que ha incrementado los pagos de interés de deuda generando una

⁷¹ Chesnais, François (2003), "¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?" en Chesnais, François y Plihon, Dominique (coords.), *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*, Madrid, Akal, p. 50.

expropiación financiera de los ingresos de los trabajadores, aumentando más la importancia del sector financiero.

4.2.3. Transferencia de ganancias del sector productivo al sector financiero

La *financiarización* ha generado un aumento de las finanzas, en particular de las ganancias financieras pero estas no han venido acompañadas por una inversión productiva. El aumento de los pagos por dividendos a los accionistas y los pagos por intereses de deuda generan un flujo creciente de ganancias que son distribuidas bajo la forma de ingreso financiero. “El creciente peso de las finanzas en la economía se refleja en la expansión de los bancos, casas de bolsa, sociedades financieras y similares, pero también se refleja en el comportamiento de las empresas no financieras”⁷².

Las ganancias que llevan consigo las empresas no financieras son extraídas por las finanzas, ya que estas han aumentado sus operaciones en los mercados financieros, esto ha reducido el nivel de inversión productiva y modificado los incentivos de las corporaciones respecto de las inversiones. El aumento de las inversiones financieras y el incremento de las oportunidades de beneficios financieros desplazan a las inversiones reales y alejan fondos de la inversión real.

La *financiarización* ha disminuido la dependencia de las empresas no financieras de las actividades productivas, y por ende también disminuye su necesidad de fuerza de trabajo generando que la tasa de acumulación de capital sea relativamente baja. Las empresas no financieras están cada vez más involucradas en la inversión de activos financieros derivando una parte creciente de sus ingresos de fuentes financieras, y descargando cada vez mayores cantidades de pagos a los mercados financieros.

La *financiarización* ha tenido claramente efectos negativos en la inversión de activos reales. “En primer lugar, el aumento de las inversiones financieras pueden tener un efecto

⁷² Krippner, Greta (2005), “The financialization of the American economy”, in *Socio-Economic Review*, 3 (2), pp. 181-182.

negativo por el desplazamiento de la inversión real y la creación del corto plazo, en segundo lugar, el aumento de los pagos a los mercados financieros pueden restringir la inversión real por el agotamiento de recursos internos reduciendo los horizontes de planificación y el aumento de la incertidumbre”⁷³.

El aumento de las actividades financieras de las empresas no financieras se debe en gran parte a las modificaciones en las bolsas de valores, las cuales han dejado de ser un mercado de títulos que permita a las empresas obtener capitales para financiar sus proyectos de desarrollo convirtiéndose en el principal mecanismo que los accionistas utilizan para someter a las empresas a sus exigencias de rentabilidad.

“Así como consecuencia del poder de la actividad financiera, son las prioridades del capital-dinero – y ya no las del capital industrial- las que dominan la trayectoria general de la acumulación. Estas prioridades marcan el horizonte temporal de la valorización del capital, así como la rentabilidad esperada; determinan, asimismo, los principios de gestión de las empresas, desempeñando un papel fundamental en la degradación que la relación salarial ha sufrido en los últimos años, y en el deterioro cada vez mayor de las relaciones de los trabajadores con los medios de producción”⁷⁴.

La combinación de las condiciones hostiles de los mercados de bienes, una menor demanda de los consumidores, la imposición de periodos cortos para que las empresas no financieras obtengan ganancias, los altos costos del capital, y la falta de control sobre el flujo de efectivo propio de las empresas hace imposible que las empresas actúen a favor de los intereses de la población, invirtiendo en proyectos de largo plazo, mejorando los salarios de los trabajadores.

⁷³ Orhangazi, Özgür (2008), “Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003”, in *Cambridge Journal of Economics*, 32, p. 865.

⁷⁴ Chesnais, François (2003), “¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?” en Chesnais, François y Plihon, Dominique (coords.), *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*, Madrid, Akal, p. 47.

Después de ver estos tres enfoques se concluye que el capital financiero ha dejado de operar en servicio de la inversión productiva y del capital productivo, la *financiarización* ha beneficiado a los dueños de los activos financieros, transmitiendo las ganancias de los sectores productivos de la economía a los sectores financieros, aumentando las deudas de todos los agentes económicos, esto solo ha generado bajos ritmos de crecimiento económico, desempleo, precarización laboral y concentración del ingreso.

Es importante mencionar que la *financiarización* se ha visto beneficiada con las políticas económicas o estas se implementen de acuerdo a los intereses de los capitalistas financieros. “Con la liberalización financiera y la política monetaria restrictiva la clase rentista se encuentra bien posicionada para aprovechar estos beneficios”⁷⁵- En particular, las políticas restrictivas que incrementan las tasas de interés benefician a los financieros en detrimento del crecimiento económico.

“La tesis de la *financiarización* es que estos cambios en los modelos macroeconómicos y la distribución de los ingresos son significativamente atribuibles a la evolución del sector financiero. [...] Para los hogares lo que ha permitido en gran medida el aumento de endeudamiento. Para las empresas no financieras ha contribuido a los cambios de comportamiento de las empresas. Cuando se combina con los cambios en la política económica que han recibido el apoyo de las élites empresariales financieros y no financieros, estos acontecimientos han cambiado el carácter y el desempeño de la economía en general”⁷⁶.

El sector financiero ha influido en la adopción de un marco regulatorio más laxo y con pocas restricciones hacia el sistema financiero, esto se observa en las políticas macroeconómica de estabilidad y la libre movilidad de capitales que están encaminadas a crear condiciones de confianza y rentabilidad para los capitales financieros. La autoridad monetaria, específicamente, ha abandonado los objetivos de pleno empleo sustituyéndolos

⁷⁵ Epstein, G y Jayadev, A, (2005), “The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity” en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Massachusetts, Edward Elgar, Cheltenham, p.64.

⁷⁶ Palley, Thomas (2007), *Financialization: What It Is and Why It Matters*. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 525, Washington, D.C. p. 4.

por objetivos de estabilidad de precios a través del régimen de objetivos de inflación. Estas condiciones imperantes en México han contribuido a que se expanda la *financiarización* en las operaciones de los agentes económicos.

4.3. La Financiarización en México

La economía mexicana se incorpora al proceso de *financiarización* a partir de las reformas estructurales que se llevan a cabo en la primer mitad de los años noventa, las cuales se caracterizaron por la liberalización del sistema financiero mexicano mediante la eliminación de regulaciones gubernamentales; esto llevó a que las tasas de interés se determinaran a través de las leyes de la oferta y la demanda. Otras características son la apertura a la inversión extranjera directa, la apertura de la cuenta de capital y el cambio a un régimen de flotación del tipo de cambio, todas las modificaciones anteriores son parte del Consenso de Washington. Estos cambios llevaron a que los agentes económicos replantearan su comportamiento, el cual se modificó y se concentró en la búsqueda de la eficiencia y la rentabilidad.

El sistema financiero mexicano se sometió a las libres fuerzas del mercado, y acompañado de un ambiente internacional de constantes innovaciones financieras, esto ha generado cambios en su operar. El surgimiento de nuevos factores que facilitaron las prácticas especulativas (instrumentos financieros sintéticos⁷⁷), y una menor aversión al riesgo tanto de los bancos como de las empresas son factores que han facilitado los cambios en el sistema financiero.

La estructura y el funcionamiento del sistema financiero mexicano se vieron modificados, por el lado de la estructura, se dio un proceso de adquisición de los principales grupos financieros locales por parte de los conglomerados financieros internacionales, y el surgimiento de nuevos intermediarios financieros no bancarios. En cuanto a su

⁷⁷ Un instrumento financiero sintético es un activo financiero de renta fija ligado a instrumentos derivados, es decir, una combinación de dos o más instrumentos financieros que facilitan una eficiente combinación de rentabilidad y riesgos; su objetivo es generar rendimientos superiores a los proporcionados por instrumentos financieros comunes.

funcionamiento, el financiamiento a las actividades productivas registra una tendencia declinante; en tanto que la captación de recursos depende menos de los pasivos tradicionales (de los depósitos), y más del fondeo interbancario interno y externo.

Otro factor del sistema financiero mexicano, el mercado de valores, se expande como respuesta a la mayor integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales; aunque dicho mercado sigue siendo poco profundo, y no funciona como un mercado para capitalizar los proyectos de inversión de largo plazo de las empresas.

4.3.1. El Sector Bancario

El sistema bancario mexicano ha olvidado sus funciones básicas de otorgar financiamiento, la creación de liquidez, la asignación de recursos y la provisión de un sistema de pagos; la banca en México ha modificado su comportamiento como consecuencia de la desregulación y liberalización financiera presentando un dominio de las finanzas dentro de sus actividades de operación, y centrándose en la obtención de beneficios en el corto plazo.

Los cambios en el sistema bancario se deben principalmente a que la banca comercial ha transitado hacia la banca universal, y específicamente hacia la banca de inversión, lo que le ha permitido centrar sus actividades en operaciones relacionadas con instrumentos financieros. Estos cambios en el operar de la banca están acompañados por una fuerte restricción del crédito y un proceso de desbancarización⁷⁸ impuestos por la misma banca.

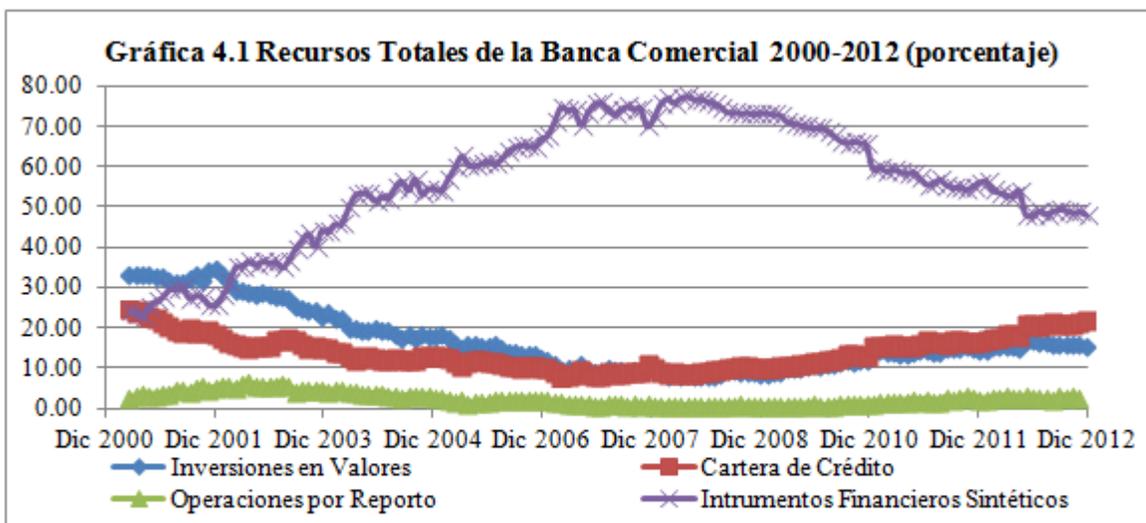
Las actividades tradicionales de la banca de otorgar financiamiento también se han visto modificadas, la composición del crédito que antes se concentraba en la actividad productiva ahora se enfoca principalmente en el crédito al consumo, ya que se obtienen mayores

⁷⁸ La restricción crediticia se presenta como la negativa de proporcionar créditos a empresas y familias. La desbancarización es el fenómeno de contracción del crédito bancario y la pérdida de participación en la captación del ahorro dentro del sistema financiero total, como resultado de la reorientación de la banca hacia los servicios financieros.

ingresos por los cortos periodos de los créditos y por las mayores tasas de interés que se cobran.

En la gráfica 4.1 se observa cómo la operación de la banca comercial en México se ha modificado, con un predominio de los recursos destinados a instrumentos financieros sintéticos, muy por encima de los recursos que se destinan a la cartera de crédito. La función principal de la banca de otorgar recursos a la actividad productiva, pasa a un segundo e incluso tercer plano frente al uso de instrumentos financieros; la cartera total de crédito ha disminuido significativamente hasta equipararse con la inversión en valores.

En la gráfica 4.1 se observa que la cartera de crédito y las inversiones en valores han tenido un crecimiento relativamente constante a partir de la crisis de 2007, las dos operaciones representan entre el 30 y 40% de los recursos totales de la banca; el uso de instrumentos financieros sintéticos creció exponencialmente entre 2005-2007, para luego caer como resultado de la crisis mundial de 2007-2008, pero éstas inversiones representan alrededor del 50% de los recursos totales de la banca.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial, recursos y obligaciones.

La tendencia de la banca hacia las operaciones con instrumentos financieros se debe fundamentalmente, a que las inversiones en instrumentos financieros le reditúan atractivos

beneficios en el corto plazo. Pero el uso de dichos instrumentos siempre lleva consigo un riesgo latente, ya que son sumamente sensibles a la volatilidad de los flujos internacionales de capital, del tipo de cambio y a las expectativas de rentabilidad.

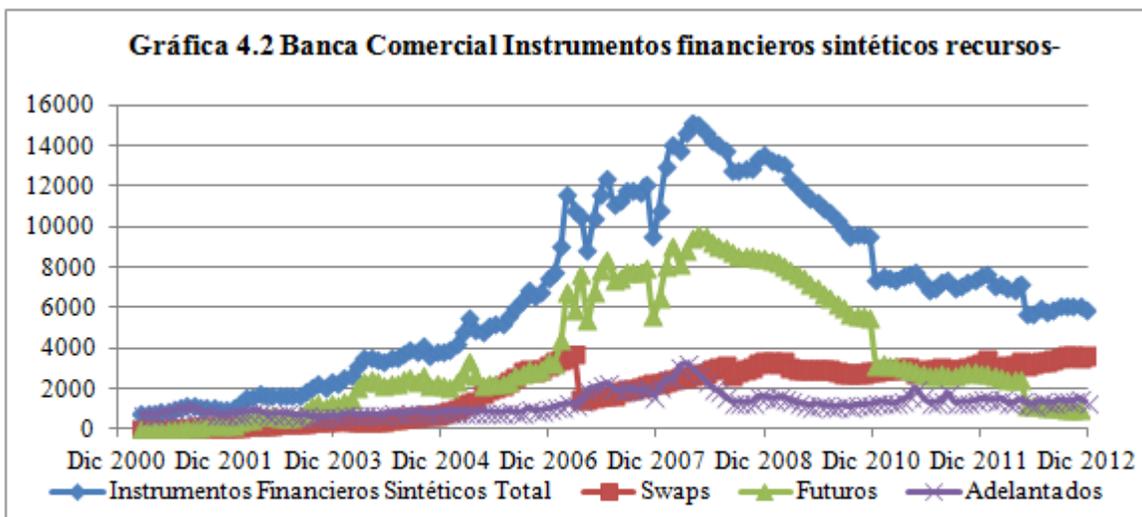
La reorientación de la banca hacia los servicios financieros como la administración de nómina, cartera y cobro de servicios, también ha modificado las fuentes de ingreso de la banca. Los ingresos ya no provienen del otorgamiento de créditos, sino de los servicios financieros que proporciona. La banca obtiene mayores ingresos por comisiones que provienen de los servicios financieros y por las ganancias financieras que provienen de sus operaciones con valores.

“El comercio de derivados financieros ha venido a modificar la estrategia de maximización de utilidades de los bancos comerciales mexicanos. En la actualidad, ya no es a través del manejo de la tasa de interés activa y el volumen de crédito como los bancos maximizan sus ganancias; sino mediante la colocación de instrumentos de cobertura de riesgos”⁷⁹.

En la gráfica 4.2 se observa cómo la banca utiliza instrumentos financieros sintéticos tanto en recursos como en obligaciones, su uso extendido hace que se alejen los recursos del financiamiento de la actividad productiva. Entre los instrumentos financieros sintéticos en posesión de la banca comercial se encuentran dominados por los swaps y futuros⁸⁰. En la gráfica se observa cómo los futuros tuvieron una participación creciente hasta 2008, con un posterior descenso. Los swaps tienen dos periodos crecientes, de 2003 a 2006, y de 2008 a 2012, esto se explica debido a que los swaps son utilizados frecuentemente como cobertura de riesgos de tipo de cambio y tasa de interés.

⁷⁹ Mántey, Guadalupe (2007), “Restricción Crediticia y especulación bursátil: efectos del comercio bancario de valores gubernamentales y productos financieros derivados sobre el financiamiento del desarrollo en México” en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (coords.), *Políticas Macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES Acatlan-UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 512.

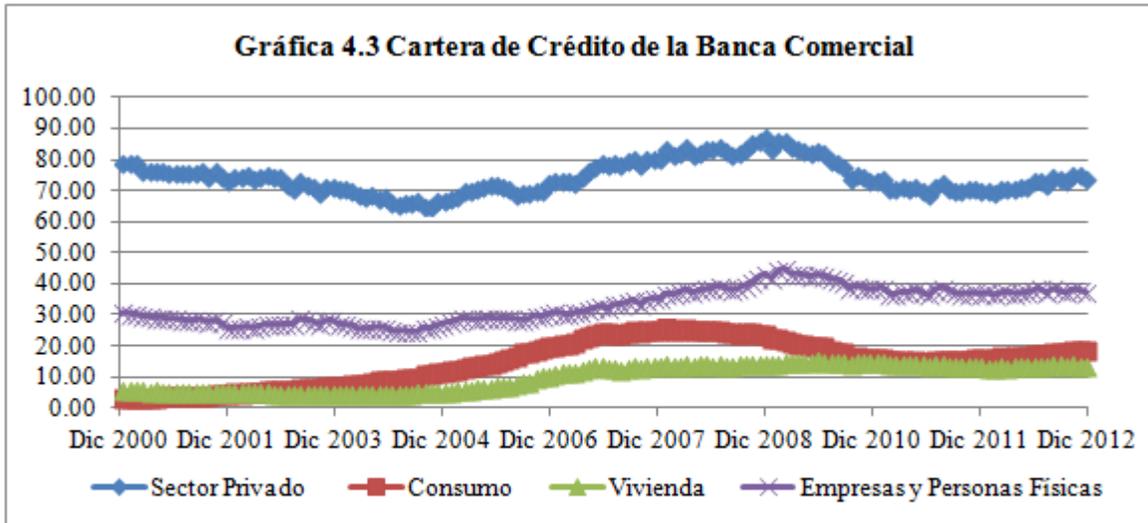
⁸⁰ Un swaps es un acuerdo mediante el cual las partes se comprometen a intercambiar diversos flujos de activos en una fecha futura. Un futuro es un contrato derivado en el que se establece un acuerdo de voluntades por virtud del cual una persona llamada vendedor se obliga a transmitir un cierto bien a otra llamada comprador, en una fecha futura y a un precio determinado en el presente.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial, recursos y obligaciones.

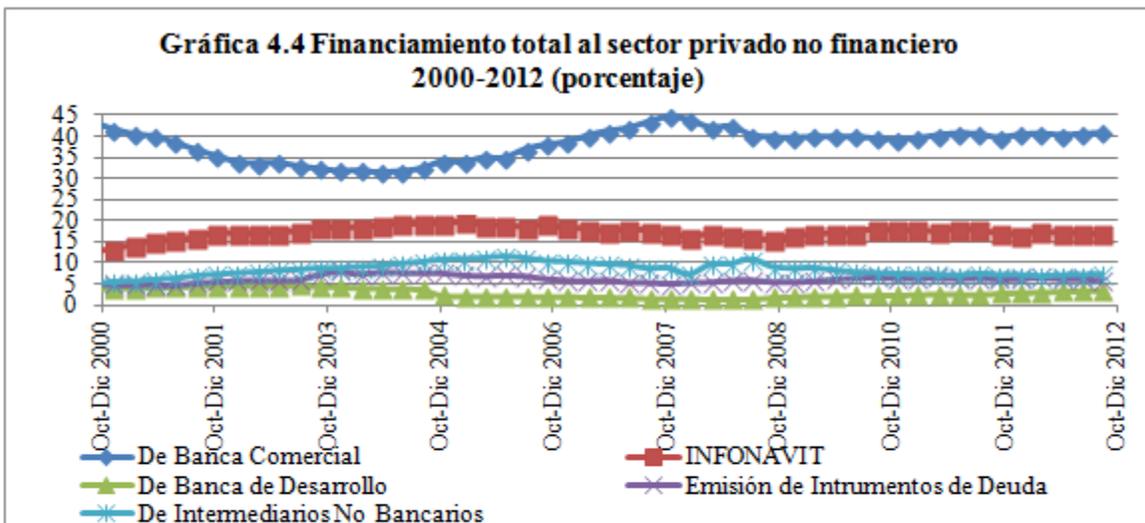
El uso de instrumentos financieros de la banca en México ha estado acompañado por la restricción crediticia de la banca comercial, ésta se presentó como consecuencia de la crisis bancaria de 1995. La banca disminuyó en forma importante el crédito otorgado, elevó las tasas de interés y garantías, el problema es que la restricción crediticia persiste en la actualidad.

En la gráfica 4.3 se muestra el comportamiento del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado, se observa que el monto del crédito a las empresas ha aumentado, pero no al ritmo de crecimiento del crédito al consumo o a la vivienda. Tanto el crédito al consumo y a la vivienda presentan un auge de crecimiento entre 2002 y 2008, preferentemente por las mayores rentabilidades de estos tipos de créditos. El crédito al consumo es un crédito a corto plazo y su tasa de interés es la mayor de las más altas que cobran los bancos dentro de sus diferentes tipos de créditos que maneja la banca, característico de un sistema bancario altamente concentrado. El crédito a empresas y personas físicas con actividad empresarial presenta un bajo dinamismo representando cerca del 35% del total al sector privado.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial.

En la gráfica 4.4 se muestra el proceso de desbancarización en México, la banca comercial se ha olvidado de desempeñar su papel como principal prestamista del sistema financiero nacional. Aunque sigue siendo el principal proveedor de recursos al sector privado, solo está financiando entre el 35-40% del financiamiento total a dicho sector.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Financiamiento total al sector privado no financiero.

Si bien el crédito otorgado por la banca comercial hacia el sector privado tuvo un repunte entre 2003 y 2007, este descendió como resultado de la crisis financiera mundial; las bajas expectativas de crecimiento económico ocasionó que los bancos no dirijan sus recursos a esta actividad. Estos resultados claramente contradicen lo que se planteó con las reformas estructurales de los años noventa, donde se proyectó que un sistema financiero desregulado generaría una mayor oferta de recursos para financiar los proyectos de inversión. Caso contrario, la banca ha encontrado nuevas formas de obtener ganancias, olvidando la intermediación bancaria.

“La liberalización de tasas de interés bancarias a finales de los años ochenta, y el establecimiento del mercado de derivados financieros a finales de los años noventa, han producido efectos contrarios a los deseados en la intermediación bancaria. Las oportunidades lucrativas en el comercio secundario de valores gubernamentales, que surgieron con la desregulación, y el arbitraje en el mercado de instrumentos financieros de cobertura de riesgos, han desalentado la intermediación monetaria de los bancos durante la última década”⁸¹.

La tendencia mundial hacia la apertura y desregulación de los sistemas financieros ha aminorado las fronteras entre los diferentes tipos de intermediarios financieros, estos han encontrando nuevos mecanismos para maximizar sus beneficios mediante el uso de instrumentos financieros. El dominio de las actividades financieras en la operación de la banca comercial en México ha dificultado la operatividad de la política monetaria, la banca puede fondearse en los mercados financieros sin necesidad de acudir al banco central.

“El debilitamiento de la política monetaria relacionado con su influencia en la oferta monetaria y el crédito bancario es resultado de la alternativa que la banca comercial tiene para fondearse en los mercados financieros internacionales, pero también es resultado de la renuncia a los instrumentos directos de intervención como los cajones selectivos de crédito

⁸¹ Mántey, Guadalupe (2007), “Restricción Crediticia y especulación bursátil: efectos del comercio bancario de valores gubernamentales y productos financieros derivados sobre el financiamiento del desarrollo en México” en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (coords.), *Políticas Macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES Acatlan-UNAM, Miguel Ángel Porrúa, p. 499.

y el encaje legal, quedándose únicamente con las operaciones de mercado abierto y la tasa de interés de referencia”⁸².

La banca comercial no se encuentra sujeta a la liquidez que le proporciona la autoridad monetaria; ahora la principal limitante del crédito es la solvencia bancaria, la cual busca rendimientos en el corto plazo, y la base monetaria pasa a segundo término. Este fenómeno disminuye la capacidad de los bancos centrales para influir en las condiciones de sus mercados monetarios locales. La banca comercial, anteriormente principal vehículo de influencia de la política monetaria en el sistema económico, deja de ser un conductor de la política monetaria y el manejo de la tasa de interés de referencia del banco central se ve aminorado ante los escenarios de mercados financieros liberalizados.

4.3.2. Empresas No Financieras en México

La *financiarización* de las actividades de las empresas no financieras (industriales y de servicios) está ligada a los cambios en la estructura de poder de las mismas, los accionistas han ido ganando mayor poder en la toma de decisiones de las firmas. Estos sólo buscan la maximización de las ganancias en detrimento del crecimiento de la empresa. Ante esto, las firmas mexicanas han enfocado sus operaciones en los mercados de valores no para financiar proyectos de inversión de largo plazo, sino para obtener rentabilidades en el corto plazo.

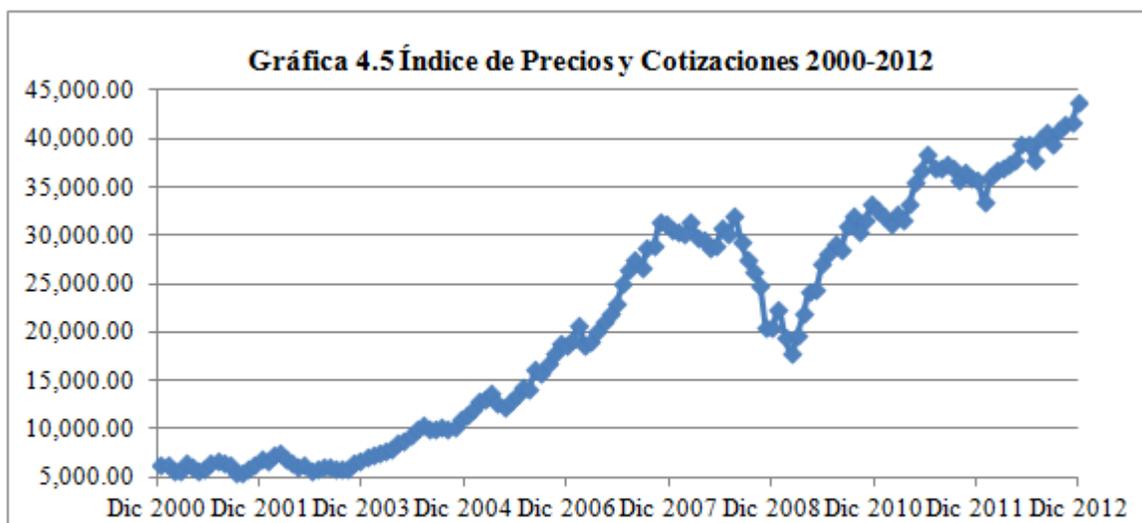
Las empresas mexicanas viven un proceso de *financiarización* de sus actividades, ya que han aumentado su participación en los mercados financieros. Stockhammer define a la *financiarización* como: “...la participación de las empresas no financieras en los mercados financieros. Estas actividades financieras se interpretan como el reflejo de un cambio en los objetivos de la empresa y un aumento de la influencia de los intereses de los accionistas de la empresa”⁸³.

⁸² Ampudia, Nora (2010), “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEc-UNAM, 41 (161), p. 225.

⁸³ Stockhammer, Engelbert (2004), “Financialization and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), p. 721.

En el caso de México, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) es utilizada como un mercado donde los accionistas buscan someter a las empresas a sus exigencias de rentabilidad y no como un mercado de títulos que permite obtener capitales para financiar sus proyectos de desarrollo. El aumento de las actividades financieras de las empresas no financieras se observa en el comportamiento del principal indicador de la BMV, el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), este expresa el rendimiento del mercado accionario en función de las variaciones de los precios de una muestra representativa de acciones de las empresas mexicanas.

En la gráfica 4.5 se aprecia al IPC de enero de 2000 a diciembre de 2012, en donde se observa que el IPC tuvo un comportamiento creciente, acelerado y exponencial. Este crecimiento ha generado un desarrollo desigual entre los sectores bancario y bursátil, siendo el segundo el de mayor crecimiento.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Estadísticas del Índice de la Bolsa Mexicana de Valores de forma mensual. Índice General.

En enero del 2000, el IPC rondaba los 6,500 puntos hasta alcanzar los 44,000 puntos en diciembre de 2012. En los primeros 3 años el IPC presentó un crecimiento constante pero a partir de 2003 creció de manera acelerada y exponencial hasta mediados de 2007⁸⁴ llegando

⁸⁴ En sus inicios la crisis no tuvo repercusión en el comportamiento del mercado bursátil mexicano, en parte por la ausencia de inversiones en activos tóxicos. Pero desde el segundo semestre del 2007 el IPC de la BMV

a los 31,000 puntos, el mercado empieza a caer hasta inicios del 2009 cuando apenas logró los 18,000 puntos, momento en que se hace presente la crisis financiera mundial, y posteriormente, inicia un periodo de recuperación que lo eleva hasta las 44,000 puntos para finales de 2012.

Si bien el mercado bursátil en México se ha expandido como respuesta a la mayor integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales, ha sido insuficiente como fuente de fondeo de proyectos de inversión de largo plazo. No ha contribuido a financiar a las empresas mexicanas, las grandes empresas acuden al financiamiento bancario externo, aprovechando las bajas tasas de interés externas, ya sea para financiar sus proyectos de inversión o para realizar inversiones en instrumentos financieros, y las pequeñas empresas dependen directamente del financiamiento de proveedores.

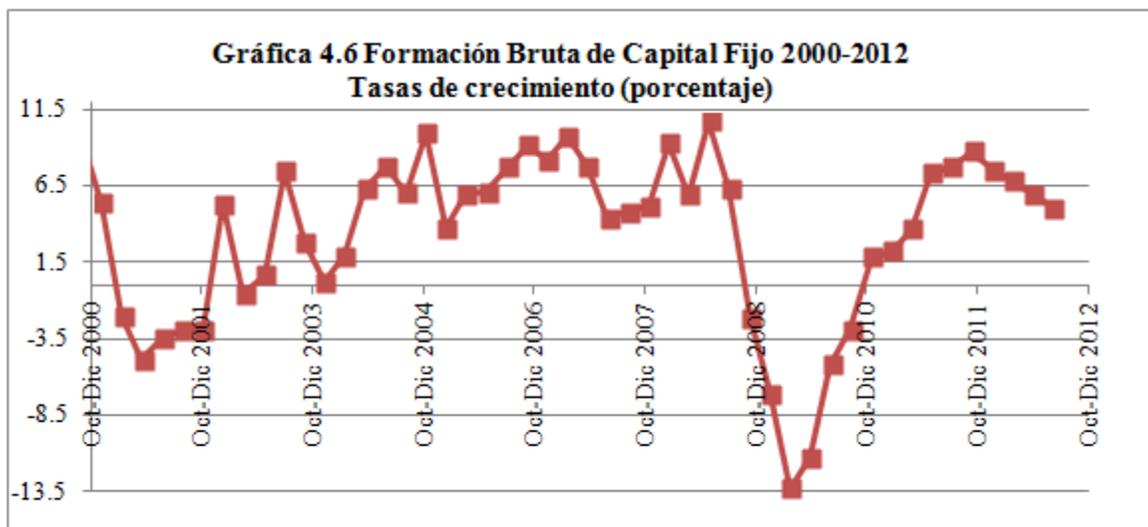
La gran variedad de opciones de inversión en activos financieros ha generado que las empresas no financieras en México modifiquen sus operaciones, centrándose en las operaciones financieras en detrimento de la inversión productiva; como resultado se tiene una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras. Ahora las expectativas de rentabilidad de las empresas consideran tanto los resultados de la operación de la empresa productiva como los resultados de la operación en los mercados financieros, pues el objetivo principal es maximizar la tasa de rentabilidad deseada por los accionistas.

Las firmas en México no están llevando a cabo inversiones en el largo plazo, como resultado de la fuerte restricción de crédito que viven las mismas, ya que la banca ha optado por el uso de instrumentos financieros en su operar. “Parece entonces que la razón fundamental descansa en la *financiarización* de la banca universal y en haber encontrado nuevos nichos de mercado que reditúan interesantes beneficios en el corto plazo, aunque ello suponga sacrificar a las empresas generadoras de riqueza real y, con ello, sus planes de

había registrado una desaceleración en la tendencia alcista, pero no es sino hasta septiembre del 2008 cuando diversas empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores sufrieron pérdidas sorpresivas y significativas.

inversión de mediano y largo plazos y la generación de empleos permanentes en el sector formal de la economía”⁸⁵.

La falta de financiamiento para empresas y personas físicas, específicamente financiamiento a la producción y las mayores oportunidades de rentabilidad en los mercados financieros han tenido efectos negativos sobre la inversión de las empresas no financieras; y su efecto multiplicador sobre la formación bruta de capital (FBK) de las mismas, como puede observarse en la gráfica 4.6.



Fuente: INEGI, banco de información estadística. Sistema de Cuentas Nacionales.

Se ha olvidado que la inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, no sólo porque sus fluctuaciones afectan directamente la actividad económica, sino también porque determina la capacidad de producción futura de un país. En este sentido el crédito bancario, mediante la creación de dinero bancario, es el que permite conectar la esfera monetaria con la economía real a través del financiamiento de la producción. La falta de financiamiento bancario y las crecientes oportunidades en los mercados financieros han generado que las empresas no financieras disminuyan sus inversiones en proyectos

⁸⁵ Ampudia, Nora (2010), “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEc-UNAM, 41 (161), p. 220.

productivos, como consecuencia la economía mexicana vive un bajo dinamismo de crecimiento económico.

Otro factor que influye en la disminución de la demanda de crédito por parte de las empresas son los altos costos de los créditos. Las altas tasas de interés del sistema financiero impactan el proceso de formación de precios de las empresas, ya que se incluyen costos financieros. Las tasas de interés son un factor fundamental que modifica los costos de endeudamiento de las empresas, y por consiguiente las decisiones de financiamiento de las firmas. Algunas empresas pueden optar por financiar sus proyectos de inversión con fondos internos; pero el gasto en inversión es muy pequeño e insuficiente para generar un crecimiento económico.

La falta de financiamiento para inversiones de largo plazo también restringe el flujo de efectivo de las empresas, esto obliga a modificar las decisiones sobre los excedentes monetarios, prefiriendo la búsqueda de alternativas de rentabilidad como el uso de instrumentos financieros. La compra de instrumentos financieros se vuelve una buena opción para las empresas, generando operaciones fuera de balance en busca de alternativas de rendimiento que compensen las reducciones en rentabilidad por la reducción de la actividad productiva.

Las empresas no financieras, en un contexto de bajo crecimiento económico y alta competencia en los mercados de bienes a nivel internacional, han seguido el mismo comportamiento de los bancos, elevando sus inversiones en activos financieros y productos derivados que generan altos rendimientos en el corto plazo. A nivel agregado, esta estrategia de las firmas ha dado como resultado la reducción de la inversión real, pero un incremento de las ganancias financieras.

En la gráfica 4.7 se observan las acciones y participaciones en fondos de inversión y la tenencia de derivados financieros de las sociedades no financieras mexicanas. Los derivados financieros se muestran como una categoría por separado en los balances de las sociedades no financieras, por la importancia de las operaciones financieras que las firmas

realizan en los mercados bursátiles. Estos últimos alcanzaron un nivel cercano a 1 100 000 millones de pesos en 2007. Esta gráfica muestra que las firmas mexicanas han preferido buscar rendimientos en los mercados financieros.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México. Cuentas por sectores institucionales.

Teresa López y Jorge Bustamante (2012) realizan un modelo econométrico donde se comprueba dicho fenómeno. Se analiza la relación entre las estructuras financieras y la inversión que realizan las principales empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. En dicho modelo se busca analizar la conducta empresarial que han tomado las empresas no financieras en México ante la restricción crediticia. La hipótesis del trabajo consiste en que “...la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva.”⁸⁶.

⁸⁶ López, Teresa y Bustamante, Jorge (2012), “Inversión, deuda y empresas: proceso de financiarización en México” en Alma, Chapoy y Patricia, Rodríguez (coords.), *Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento*, IIEc-UNAM, México, p. 170.

El modelo econométrico se basa en una muestra de las empresas que cotizan en la BMV, donde se incluyen 101 empresas del sector industrial y de servicios (se eliminan las empresas financieras), la muestra abarca el periodo 2005-2009, y se analiza el comportamiento de la estructura de la deuda de las empresas y su relación con las variables financieras.

Para analizar las fuentes de ingreso o ganancia de las empresas se construyó la siguiente ecuación:

Utilidad consolidada

$$= \alpha + \beta_1 \text{ingresos financieros} + \beta_2 \text{ingresos operacionales} + \varepsilon_t$$

Los resultados de la regresión arrojaron coeficientes estadísticamente significativos, siendo el coeficiente de los ingresos financieros mayor que el de ingresos operacionales, si bien las ganancias operacionales siguen siendo las fundamentales en las empresas mexicanas, la proporción de las ganancias de las inversiones en activos financieros sobre las ganancias totales se ha elevado. “Ante la reducción de las ganancias de operación que genera el bajo crecimiento económico, las empresas han optado por las inversiones en activos financieros como una estrategia para compensar aquella reducción”⁸⁷.

Las empresas no financieras en México han optado por dos estrategias para cubrir su nivel de ganancias; la primera, maximizan sus ganancias operacionales a través de la minimizar los costos de producción, mediante la reducción de los salarios de los trabajadores, y la segunda, maximizar sus ganancias por la vía de los inversiones financieras. Estas estrategias permiten mantener o elevar las ganancias de las empresas, pero a partir de un lento crecimiento económico.

En un contexto de bajo crecimiento económico y elevadas tasas de interés, la estabilidad monetaria y cambiaria ha propiciado y alentado el incremento de las inversiones financieras

⁸⁷ *Ibíd.*, p.171.

por parte de las grandes empresas. Esto ha profundizado la caída de la inversión productiva y la financiarización de las ganancias de las grandes empresas.

La desregulación y liberalización financiera propiciaron la expansión de las operaciones especulativas de los agentes económicos en detrimento de las actividades productivas. En momentos como el actual de bajo dinamismo económico, y específicamente de un debilitamiento de la política monetaria, es necesaria la reactivación de una política de crédito industrial mediante cajones selectivos de crédito que pueden constituirse en poderosos instrumentos de promoción del crédito hacia la actividad productiva, pues existe una falta de confianza por parte de los intermediarios financieros y de las empresas, ya que no existen las condiciones suficientes para estimular el crecimiento económico.

Conclusiones

Es necesario mencionar que la política económica en México debe plantearse que el concepto de “estabilidad macroeconómica” centrado unilateralmente en la estabilidad de los precios no es funcional, por tanto es ineludible pasar a una visión más amplia que incluya la estabilidad de las variables reales de la económica sin descuidar las variables financieras. Es obligado ampliar ésta visión incluyendo variables altamente relevantes como: el equilibrio de las cuentas externas, la competitividad del tipo de cambio, los coeficientes de ahorro interno e inversión, el volumen agregado de crédito interno, y la solidez del sistema bancario. El descuido de estas variables ha conducido a la economía mexicana a un bajo dinamismo de crecimiento económico.

La economía mexicana se ha vuelto sumamente dependiente de variables externas, principalmente del flujo de capitales externos, el cual es utilizado para mantener la estabilidad del tipo de cambio. Las políticas macroeconómicas de estabilidad y las reformas estructurales sólo han buscado crear las condiciones de confianza y rentabilidad necesarias para atraer flujos de capital externos. Este tipo de políticas actúan en detrimento de los factores endógenos de acumulación y financiamiento para el crecimiento; un tipo de cambio apreciado atenta contra la competitividad de la producción nacional y las condiciones financieras de la esfera productiva.

En México, el régimen de metas de inflación ha quedado sujeto a la estabilidad del tipo de cambio, el cual sigue siendo el ancla nominal de la economía. La estabilidad cambiaria a su vez está supeditada a la entrada de capitales externos; por lo que las políticas monetaria, cambiaria y fiscal no pueden ser independientes de los intereses del capital financiero. La economía está obligada a mantener alta la tasa de interés, a contraer el gasto público y la actividad económica a fin de evitar presiones sobre los precios, las finanzas públicas, el sector externo y el tipo de cambio que pudiesen propiciar una salida de capitales e inestabilidad en los mercados financieros. Mientras predomine el capital financiero y éste determine la política económica a favor de sus intereses y de su mayor participación en el

reparto del ingreso, no habrá condiciones para el crecimiento de la esfera productiva y del empleo.

Mantener una política económica de estabilidad macroeconómica e insistir en reformas estructurales de privatización y extranjerización de los sectores estratégicos con el fin de ampliar la frontera de inversión al capital privado y estimular la entrada de capitales al país evidencia la inoperatividad del modelo económico dominante para generar condiciones endógenas de acumulación, de financiamiento y de crecimiento. Estas políticas sólo buscan generar expectativas positivas para los agentes financieros provocando que las inversiones financieras sean más atractivas a las inversiones productivas.

La política monetaria restrictiva del Banco de México enfocada sobre un único objetivo y bajo un régimen de metas de inflación ha retroalimentado la restricción del crédito interno neto; esto ha provocado que la banca comercial busque nuevos nichos de mercado que le reditúan interesantes beneficios en el corto plazo, aunque esto suponga sacrificar a las empresas generadoras de riqueza real y, con ello, sus planes de inversión de mediano y largo plazos y la generación de empleos permanentes en el sector formal de la economía. El proceso de *financiarización* bancaria promueve la desintermediación bancaria con los consecuentes efectos de restricción crediticia y desbancarización.

El manejo que el banco central haga del tipo de cambio y de la tasa de interés impacta directamente los procesos de formación de precios de las empresas a través de las repercusiones de sus costos financieros. Las empresas están forzadas a buscar mecanismos que le permitan su continuidad y permanencia a largo plazo, el uso de instrumentos financieros se vuelve una opción atractiva. Este cambio en las operaciones de las empresas genera que sus expectativas ya no sean únicamente de maximización de los beneficios, sino también el rendimiento de sus activos. En un contexto de bajo crecimiento económico y elevadas tasas de interés, la estabilidad monetaria y cambiaria ha propiciado y alentado el incremento de las inversiones financieras de las grandes empresas a la par de una caída de sus inversiones productivas.

La política monetaria en México no parece resolver los problemas de bajo crecimiento económico y alto desempleo, una de las razones es la falta de comprensión del fenómeno inflacionario. La inflación no es un fenómeno exclusivamente monetario, es el resultado de desajustes entre la oferta y la demanda agregada, cambios inesperados de variables internas como salarios y costos de producción, o variables externas como los precios de bienes importados y movimientos del tipo de cambio. La inflación también se genera por el empuje de costos relacionados con obsolescencia tecnológica y estructuras de mercado no competitiva.

Así, la política de estabilidad está sustentada en la apreciación del tipo de cambio, en una alta tasa de interés y en la contracción del gasto público; lo cual no configura las condiciones de rentabilidad en la esfera productiva, pero sí impide condiciones endógenas de acumulación y crecimiento. El crecimiento económico requiere de una tasa de inversión alta y una dinámica de acumulación de capital, situación que no se produce con la política de reducción de la inflación y de estabilidad cambiaria.

El debilitamiento de la política monetaria en México está relacionado con dos factores: el primero, la poca influencia de la oferta monetaria y el crédito bancario como resultado de la alternativa que la banca comercial tiene para fondearse en los mercados financieros y no depender de la liquidez del banco central. El segundo, es resultado de la renuncia a los instrumentos directos de intervención, por lo que la eliminación de estos instrumentos para fomentar la industrialización y el crecimiento económico es algo que debe replantearse la política monetaria en un escenario de restricción crediticia y *financiarización*.

Lo que se requiere es flexibilizar la política monetaria para viabilizar una política fiscal y crediticia a favor del crecimiento. El proceso productivo empieza con dinero, para terminar con dinero incrementado, por consiguiente debe existir la liquidez necesaria para retomar el proceso productivo para generar empleo y riqueza. La economía nacional cuenta con niveles de capacidad instalada no utilizada y alto desempleo, lo que le permitirá hacer frente a la mayor demanda que se derive de la flexibilización de la política económica. Esto

garantizará efectos multiplicadores internos a favor del ingreso de empresas, individuos y del sector público.

Específicamente se necesita una política crediticia que combata la inflación; se necesita crear un conjunto de políticas y programas que fomenten el desarrollo industrial, la creación de infraestructura, la innovación tecnológica, la investigación científica y la educación. Estos elementos pueden permitir, en el mediano y largo plazo superar el rezago tecnológico y otras deficiencias estructurales. Se necesita crear las condiciones suficientes para estimular el crecimiento económico, pues tanto los intermediarios financieros y las empresas no cuentan con las condiciones de confianza necesaria para llevar a cabo proyectos de inversión.

Esta estrategia implica una reorientación de la política crediticia con instrumentos que conduzcan los recursos financieros hacia las actividades prioritarias de desarrollo industrial. En momentos como el actual es necesaria la reactivación de los cajones selectivos de crédito y el encaje legal, mismos que pueden constituirse en poderosos instrumentos de promoción del crédito hacia la actividad productiva.

Volver al establecimiento de encajes o normas de inversión sobre la banca comercial y otros intermediarios financieros es condición indispensable para dar marcha atrás a su *financiarización*, e incluso pueden abrir la posibilidad de fomentar la banca de nicho y limitar las operaciones financieras extrabursátiles de la banca universal, lo cual podría ser una buena opción para direccionar los criterios de crédito e inversión bancaria. La banca de desarrollo debe retomar su papel como promotor de las empresas productivas y dejar el actual papel marginal que tiene como oferente de garantías para la banca comercial y su operación como banca de segundo piso.

Paralelamente a las políticas crediticias y fiscales que generen una política de desarrollo industrial y estimulen la inversión productiva se necesita un replanteamiento de la política económica en conjunto que ponga en el centro de la discusión el problema de la concentración del ingreso. La *financiarización* de la economía se ha convertido en una

lucha por la distribución del ingreso, y en la lucha por acercar la rentabilidad del sector real a la del sector financiero.

En México el ingreso está altamente concentrado, por lo que resulta urgente implementar una política fiscal redistributiva basada en la supresión de los privilegios fiscales a las grandes empresas, en impuestos a la riqueza y en impuestos directos progresivos al ingreso, incluyendo la tasación de las rentas financieras, así como del establecimiento de impuestos a la entrada y salida de capitales especulativos.

Se necesita una política fiscal enfocada a mejorar la distribución del ingreso mediante mecanismos directos, y no sólo por razón de su influencia sobre las curvas de rendimiento o tasas de interés de corto y largo plazos. Los instrumentos de mercado de la política monetaria han resultado inoperantes para combatir los problemas económicos como la distribución del ingreso muy concentrada, bajos niveles de crecimiento y alto desempleo.

Las operaciones de mercado abierto del banco central sólo han generado conductas rentistas de los bancos e inversionistas institucionales en detrimento de la acumulación de capital productivo. A través de éstas el Banco de México solo puede influir marginalmente en las tasas de interés de mercado y su impacto en la demanda agregada es mínimo, pues los márgenes financieros son tan elevados en nuestro país que la variación en la tasa de fondeo interbancario ejerce poca influencia en las políticas de crédito de las instituciones.

Dada la poca efectividad de los instrumentos de política monetaria para regular la disponibilidad de crédito, como para canalizarlo hacia sectores específicos, es necesaria la implementación de créditos dirigidos que generen externalidades positivas en actividades estratégicas. La asignación selectiva del crédito bancario a tasas preferenciales, con garantías y apoyo gubernamental, condicionando al cumplimiento de objetivos y metas de un programa de desarrollo industrial puede ser uno de los instrumentos que apoyen esta nueva política crediticia. La garantía gubernamental brinda seguridad a los intermediarios financieros y propicia un ambiente de estabilidad que permite la maduración de los proyectos productivos, al tiempo que expande la inversión fija y el ahorro interno, además

mejora la posición de la balanza comercial, especialmente si el crédito selectivo se dirige a impulsar empresas industriales con actividad exportadora. La canalización selectiva del crédito basada en una política de desarrollo industrial se puede aplicar por igual a los productores nacionales y extranjeros.

Otra forma en la que el gobierno puede generar externalidades positivas es a través de la inversión en infraestructura que reduzca costos de exportación y permita conectarse al interior del país con los diversos centros productivos. Asimismo, la renovación de políticas financieras debe contemplar la inversión en activos intangibles (especialmente en educación, capacitación desarrollo en ciencia y tecnología) que permitan una transición favorable a una economía basada en el conocimiento e innovación. El desarrollo de tecnologías de la información y comunicación ha creado oportunidades importantes para los países que han invertido en ellas, ya que les permite incrementar su competitividad internacional y alcanzar un crecimiento económico.

Por su parte el gobierno puede influir de manera determinante en la eficiencia y funcionalidad del sistema bancario. A través de la regulación bancaria puede afectar la rentabilidad de las instituciones financieras en sus diferentes operaciones, de manera que induzca cambios en sus políticas de crédito y captación reduciendo el costo de financiamiento. Todas estas medidas constituyen externalidades positivas que pueden incrementar las utilidades presentes y futuras de las empresas, lo que permitiría al gobierno condicionarlas al cumplimiento de algunos objetivos prioritarios de la política económica. Además, puede recurrirse al uso del redescuento para elevar la rentabilidad de los intermediarios bancarios en las operaciones de financiamiento a los sectores estratégicos, y así reducir el costo de los servicios financieros a los usuarios. Esto puede ser considerado como parte de una política de regulación.

Resumiendo, podemos decir que es necesario poner en marcha un plan que restaure las cadenas productivas, incentive el mercado interno y mejore la distribución del ingreso, con base en políticas monetarias y fiscales activas.

Anexo

Cuadro 3.1 Saldo de las Cuentas Corrientes de la Banca Comercial en el Banco de México, Régimen de Saldos Acumulados 1995-2003 (millones de pesos)

Fecha	Monto	Fecha	Monto
13/09/1995	25	26/11/1996	0
25/09/1995	20	11/03/1998	-20
30/10/1995	25	25/06/1998	-30
09/11/1995	-200	10/08/1998	-50
13/11/1995	-100	17/08/1998	-70
14/11/1995	100	10/09/1998	-100
15/11/1995	75	30/11/1998	-130
16/11/1995	65	13/01/1999	-160
17/11/1995	55	18/01/2000	-180
21/11/1995	25	16/05/2000	-200
23/11/1995	15	26/06/2000	-230
04/12/1995	0	31/07/2000	-280
08/12/1995	-5	17/10/2000	-310
13/12/1995	0	10/11/2000	-350
14/12/1995	50	12/01/2001	-400
20/12/1995	25	18/05/2001	-350
28/12/1995	0	31/07/2001	-300
23/01/1996	-5	08/02/2002	-360
25/01/1996	-20	12/04/2002	-300
07/06/1996	-30	23/09/2002	-400
21/06/1996	-40	06/12/2002	-475
05/08/1996	-30	10/01/2003	-550
16/08/1996	0	07/02/2003	-625
14/10/1996	-20	28/03/2003	-700

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Cambios en los niveles objetivo para los saldos en las cuentas corrientes en el Banco de México "corto".

Cuadro 3.2 Saldo de las Cuentas Corrientes de la Banca Comercial en el Banco de México, Régimen de Saldos Diarios 2003-2008 (millones de pesos)*

Fecha	Monto
10/04/2003	-25
20/02/2004	-24
21/02/2004	-23
22/02/2004	-22
23/02/2004	-21
24/02/2004	-20
25/02/2004	-19
26/02/2004	-18
27/02/2004	-17
28/02/2004	-16
29/02/2004	-15
01/03/2004	-14
02/03/2004	-13
03/03/2004	-12
04/03/2004	-11

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Cambios en los niveles objetivo para los saldos en las cuentas corrientes en el Banco de México "corto". *El monto del corto se congela a partir del 23 de marzo del 2005 hasta su desactivación en enero de 2008

Cuadro 3.3 Tasa Objetivo de fondeo interbancario 2008-2012 (porcentaje)*	
Periodo	Nivel objetivo
21/01/2008-19/06/2008	7.5
20/06/2008-17/07/2008	7.75
18/07/2008-14/08/2008	8
15/08/2008-15/01/2009	8.25
16/01/2009-19/02/2009	7.75
20/02/2009-19/03/2009	7.5
20/03/2009-16/04/2009	6.75
17/04/2009-14/05/2009	6
15/05/2009-18/06/2009	5.25
19/06/2009-16/07/2009	4.75
17/07/2009-31/12/2012	4.5
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Estadísticas. Tasa objetivo de fondeo bancario.	

Bibliografía

Ampudia, Nora (2009), “Debilitamiento del traspaso de la inflación, debilidades de la política monetaria y efectos en el mercado laboral”, México, *Tesis de Doctorado*, Facultad de Economía-UNAM.

Ampudia, Nora (2010), “Limitaciones de la política monetaria en escenarios de restricción crediticia y financiarización”, *Problemas del Desarrollo*, México, IIEc-UNAM, 41 (161), pp.213-228.

Arestis, Philip and Sawyer, Malcolm, (2005), “New Consensus Monetary Policy: an appraisal” in P. Arestis, M. Baddeley and J.S.L. McCombie (eds) *The New Monetary Policy: Implications and Relevance*, Cheltenham, Edward Elgar, 7-22.

Arestis, Philip and Guglielmo, Maria Caporale (2002), “Does inflation targeting affect the trade-off between output gap and inflation variability?” in *The Manchester School Blackwell Publishers*, Oxford, 70 (4), (Special Issues), pp. 528-545.

Banco de México (2008-2012), *Informe Anual*, México, Banxico.

_____, (2007) “Instrumentación de la Política Monetaria a Través de un Objetivo Operacional de Tasas de Interés”, *Informe Trimestral de Inflación*, México, Banxico, julio-septiembre.

_____, “La Conducción de la Política Monetaria de Banco de México a través del Régimen de Saldos Acumulados”. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentos-historicos/%7B864ADB18-DDC6-92E0-97DB-11ADD16A4223%7D.pdf> Consultado el 13 de agosto de 2013.

_____, “La conducción de la política monetaria del Banco de México a través del régimen de saldos diarios”. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/documentos-historicos/%7BE81BC812-BE6E-1FBA-08B5-B71F66C3692A%7D.pdf> Consultado el 13 de agosto de 2013.

_____, “Operaciones de Mercado Abierto en el Banco de México” Disponible en <http://www.banxico.org.mx/politica-monetaria-e-inflacion/material-de-referencia/intermedio/politica-monetaria/instrumentacion-de-la-politica-monetaria/%7BBBD2DAABD-E7D4-9CF4-F2D6-C24FF4F1BCBD%7D.pdf> Consultado el 20 de agosto de 2013.

Calvo, Guillermo A. (2001), "Economic policy in stormy waters: financial vulnerability in emerging economies", in *Journal of Applied Economics*, Buenos Aires, Universidad del CEMA, 4 (1), pp. 1-25.

Chesnais, François (2003), "¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?" en Chesnais, François y Plihon, Dominique (coords.), *Las Trampas de las Finanzas Mundiales*, Madrid, Akal, pp.41-57.

Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, pp.82-197

Cortés, J., M. Ramos (2012), "Un modelo afín de la estructura temporal de tasas de interés en México", *Gaceta de Economía*, ITAM, México, Número Especial, pp. 351- 397.

Duménil, G. y Lévy, D. (2005): "Costs and Benefits of Neoliberalism: a Class Analysis" en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edwar Elgar, Chetltenham, Massachusetts pp.17-45.

Eichengreen, Barry (2002), "Can emerging markets float? Should they inflation target?" Central Bank of Brazil, Working Paper nº 36.

Epstein, Gerald (2001), "Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy," manuscrito, Massachusetts, Amherst, Department of Economics and Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, diciembre de 2001, pp.1-43.

_____, (2005), "Introduction: Financialization and the World Economy" en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Massachusetts, Edwar Elgar, Chetltenham, p. 3-16.

Epstein, G y Jayadev, A, (2005), "The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity" en Epstein, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Massachusetts, Edwar Elgar, Chetltenham, pp. 46-74.

Foster, John B. y Magdoff, Fred (2009), *La gran crisis financiera. Causas y consecuencias*, México, Fondo de Cultura Económica.

Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58 March, pp. 1-17.

Galindo, L. M. y Guerrero, C. (2003), “La regla de Taylor para México: un análisis econométrico”, en *Investigación Económica*, México, Facultad de Economía, UNAM, 246, octubre-diciembre, pp. 149-167.

Galindo, L., H. Catalán (2010), “El régimen de metas de inflación en México y la evidencia empírica” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, Pp. 151-163.

Huerta, Arturo (2004), *La economía política del estancamiento*, México, Diana, pp.1-37.

_____, (2006), “La autonomía del Banco Central y la pérdida de manejo soberano de política económica”, en Alicia, Girón y Eugenia, Correa (coords.), *Reforma financiera en América Latina, México y Argentina*, IIEc-UNAM y CLACSO, pp. 259-278.

_____, (2011), “La falta de financiamiento externo cuestiona la autonomía del banco central” en Noemi Levy y Teresa López (coords.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México, UNAM, Juan Pablos Editor, pp. 273-292.

Keynes, John Maynard (2010), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 172-209.

Khan, George A. and Parrish, Klara (1999), “Para dirigir la política monetaria con metas de inflación”, en *Boletín CEMLA*, México, Centro de Estudios Monetarios de América Latina, 45 (4), julio-agosto, pp.159-183.

Krippner, Greta (2005), “The financialization of the American economy”, in *Socio-Economic Review*, 3 (2), pp. 173-208.

Lapavitsas, Costas (2011), “El capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera.” en Lapavitsas y Morera (coordinadores). *La crisis de la financiarización*, México, IIEc, CLACSO-UNAM, pp. 33-90.

Levy, Noemí (2002), “El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Globalización financiera e integración monetaria*, México, FES Acatlan-UNAM, Porrúa, pp. 391-419.

_____, (2005), “México: cambios institucionales y su efecto sobre la estructura financiera: modificación de los agregados monetarios”, en Irma Manrique y Teresa López (coords.),

Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina, IIEC-UNAM, Porrúa, México, p. 391-413.

López González, Teresa (2006), “Deuda pública interna en México: alto costo de los flujos de capital extranjero” en Alicia, Girón y Eugenia, Correa (coords.), *Reforma financiera en América Latina*, México- Argentina, IIEc-UNAM y CLACSO, pp. 227-258.

_____, (2010), “Política monetaria y estructura bancaria en el contexto de la innovación financiera” en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (coords.), *México Filiales exitosas y fracaso económico*, México, IIEc-UNAM, pp. 101-139.

López, Teresa y Bustamante, Jorge (2012), “Inversión, deuda y empresas: proceso de financiarización en México” en Alma, Chapoy y Patricia, Rodríguez (coords.), *Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento*, IIEc-UNAM, México, pp. 149-175.

Manrique, Irma y López, Teresa (2005), “Introducción” en Irma Manrique y Teresa López (coords.), *Política fiscal y financiera en el contexto de la reforma del Estado y de la desregulación económica en América Latina*, IIEC-UNAM, Porrúa, México, pp. 5-15.

Mántey, Guadalupe (2007), “Restricción Crediticia y especulación bursátil: efectos del comercio bancario de valores gubernamentales y productos financieros derivados sobre el financiamiento del desarrollo en México” en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (coords.), *Políticas Macroeconómicas para países en desarrollo*, México, FES Acatlan-UNAM, Miguel Ángel Porrúa, pp. 499-521

Mántey, Guadalupe (2010), “Gestión de la base monetaria por Banxico y Desarrollo Económico en México desde 1995” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlán-UNAM, Plaza y Valdez, pp. 197-225.

.Mántey, Guadalupe y Mónica, Mimblera (2012), “Políticas de banca central para el crecimiento sostenido con estabilidad de precios” en José Luis Clava (coord.), *Políticas Macroeconómicas para el crecimiento sostenido*, México, Juan Pablos Editor, pp. 49-62.

McKinnon, Ronald (1974), *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, CEMLA, México, pp. 7-26.

Meltzer, Allan H. (1995), "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Minnesota, edited by Alan J. Auerbach, 9 (4) Fall, pp. 49-72.

Mishkin, Frederic S. (1995), "Symposium on the Monetary Transmission Processes: A Monetarist Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, Minnesota, edited by Alan J. Auerbach, 9 (4) Fall, pp. 3-10.

Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel (2001), "One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what we need to know?", in *Working Paper*, Cambridge, NBER, No. 8397.

Mishkin, Frederic S., (2008), "*Moneda, banca y mercados financieros*", México, Pearson Educación, pp. 583-611.

Lapavistas, Costas (2009), *El capitalismo Financiarizado: Expansión y Crisis*, Madrid, Maia, pp. 7-81.

León, Josefina (2012), "Reflexiones críticas sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Banco de México" en Alma, Chapoy y Patricia, Rodríguez (coords.), *Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento*, IIEc-UNAM, México, pp. 31-50.

Levy, N. (2010), "La naturaleza de la tasa de interés" en Mántey, G. y López, T. (coords.), en *Política Monetaria con Elevado Traspaso del Tipo de Cambio. La Experiencia Mexicana con Metas de Inflación*, México, FES Acatlán-UNAM, Plaza y Valdez, pp. 283-318.

Ludlow Wiechers, Jorge y León, Josefina (2008), "Efectos de la política monetaria sobre los precios, la producción y el empleo: México, 1986-2005", *Investigación Económica*, 67 (266), octubre-diciembre, pp. 95-134.

Orhangazi, Özgür (2008), "Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003", in *Cambridge Journal of Economics*, 32, pp. 863-886.

Ortiz, Luis (2010), "Política Monetaria con dinero endógeno. Ajuste fiscal, control de la inflación y crecimiento económico en México" en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlán-UNAM, Plaza y Valdez, pp. 341-366.

Palley, Thomas (2007), "Financialization: What It Is and Why It Matters", The Levy Economics Institute of Bard College, Washington, D.C, *Working Paper* No. 525, pp.1-31.

Rochon, Louis Phillippe (2004), *Wicksell after the Taylor rule: a post keynesian critique of the New Consensus*, Laurentian, Laurentian University.

_____, (2010), “Metas de inflación, distribución del ingreso y la tasa de interés justa” en Guadalupe Mántey y Teresa López (coords.), *Política Monetaria con elevado traspaso del tipo de cambio*, México, FES Acatlan-UNAM, Plaza y Valdéz, pp. 257-281.

Solís Rosales, Ricardo (1999), *Banco central y tasas de interés: un ensayo sobre las teorías de Wicksell, Thorton y Hawtrey*, México, UAM, pp. 21-115.

Stockhammer, Engelbert (2004), “Financialization and the slowdown of accumulation”, in *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), pp. 719-741.

Sweezy, Paul M. (1994), “The Triumph of Financial Capital” in *Monthly Review*, 46 (2), June, pp.1-11.

Taylor, John (1993), "*Discretion versus Policy Rules in Practice*", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214.

Wicksell, Knut (1936), *Interest and prices*, Sentry Press, New York, pp.18-121.

Williamson John. (1991), *El cambio en las políticas económicas de América Latina*, México, Gernika, pp. 15-132.

_____, (1997), “The Washington Consensus Revisited”, in Louis Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, Washington, Inter-American Development Bank, pp. 48-61.