

Profundización financiera y restricción crediticia*

Noemi Levy Orlik**

Introducción

El comportamiento del sistema financiero y su impacto en el crecimiento económico constituye uno de los enigmas del modelo de producción dominante que surgió entre las décadas de 1970 y 1980 en América Latina, y, particularmente, en México. No obstante los múltiples cambios institucionales que sucedieron en los últimos 30 años en el sistema financiero mexicano (Levy, 2006), que implicaron cambios en la propiedad de las instituciones (mixta, privada y externa), profundización en el mercado de dinero (*v.g.*, aparición de instrumentos financieros no bancarios), desregulación de las instituciones bancarias y no bancarias, diversificación de instituciones financieras (*i.e.*, fortalecimiento de las casas de bolsas, bancos de inversión, fondos de pensiones, etcétera –Levy, 2006b–) y la apertura del sistema financiero al mercado internacional, el mercado financiero no ha servido como palanca para el crecimiento económico, desplegándose etapas de auge económico, frenadas por profundas recesiones económicas (*v.g.*, la crisis de 1982 y 1994, entre otras), con una fuerte dependencia sobre inlfujos de capital externo, que generaron profundas crisis económicas y períodos de estancamiento económico como resultado de reflujo de capital externo.

El retiro de la participación del Estado respecto de la economía, de manera particular del sistema financiero y, en especial, del sistema bancario, producido por el proceso de desregulación, así como la globalización del sistema financiero (principales propuestas del planteamiento neoliberal –McKinnon, 1974–) no incrementaron el financiamiento canalizado al sector productivo. En este orden de ideas, la modernización y la diversificación de las instituciones financieras no proveyeron financiamiento a la producción ni a la inversión.

En este trabajo argumentaremos que el crecimiento de los flujos financieros no ha estado ligado a los vaivenes del producto interno bruto ni a la ampliación de los activos fijos productivos. Desde que se impuso el Modelo Secundario Exportador (SEM, 1982), acompañado de la globalización financiera y comercial (1990 y 1985-1994 –ingreso al GATT, Acuerdo General de Comercios y Tarifas, por su siglas en inglés y, la instauración del TLCAN, Tratado de Libre Comercio de América del Norte), pese a que el sistema financiero alcanzó importantes avances en el proceso de profundización financiera no se fortaleció el sector productivo.

* Este trabajo debería ser una evaluación del sexto informe político del presidente Vicente Fox. Sin embargo, debido a que éste no se presentó (hubo una emisión televisiva cuyo objetivo fue obviar los problemas del país), se hará un análisis del sistema financiero, con particular atención a lo sucedido en los últimos seis años.

**Profesora de Tiempo Completo de la Facultad de Economía, UNAM, correo electrónico: levy@servidor.unam.mx

Los bancos no aportaron financiamiento de corto plazo al sector productivo ni al crecimiento económico y, las entidades financieras no bancarias, cuya función es intermediar recursos entre los agentes deficitarios y los superavitarios, tampoco crearon financiamiento de largo plazo.¹ En este contexto, las instituciones financieras se han concentrado en la actividad de intermediación de bonos públicos, cobro excesivo de comisiones y tarifas para lograr utilidades, independientemente de su función central, que consiste en proveer financiamiento de corto y largo plazos. En otras palabras, el incremento de ahorro financiero estuvo separado del financiamiento de la producción y de la inversión, y, alejado de los créditos de los agentes nacionales.

A fin de probar nuestras hipótesis, dividiremos este trabajo en cuatro secciones. Después de esta introducción, en la segunda parte se discutirá la relación entre el ahorro financiero (agregados monetarios amplios menos billetes, moneda y cheques) y el producto, donde se destacarán los diferentes componentes del ahorro financiero (bancarios y no bancarios), a partir de lo cual mostraremos que la caída del financiamiento bancario indujo a una caída total del financiamiento, el cual, además, se desvinculó de la inversión. El tercer apartado se destinará a explicar por qué se independizó el ahorro financiero de la inversión, señalando que el motor del crecimiento económico fueron las exportaciones, con la particularidad de que generaron fuertes fugas al multiplicador del ingreso que, debido a la dependencia de los flujos externos, impidieron desplegar políticas fiscales y monetarias anti-cíclicas. De acuerdo con lo anterior, éstas asumen un carácter pro-cíclico para garantizar la valorización del capital financiero, además de que generan fuertes incrementos en la deuda pública, que ha estado desvinculado del gasto de capital público que dinamiza el crecimiento económico.

Relación entre ahorro financiero, financiamiento, inversión y crecimiento económico

Los promotores de los cambios institucionales que indujeron la desregulación y globalización financiera, tuvieron como supuesto fundamental que el ahorro condiciona los fondos disponibles para financiar la producción económica, agrupándose en torno a la teoría de ahorro *ex-ante*.²

En este contexto, la desregulación tuvo dos objetivos. En primer lugar, construir instituciones financieras fuertes para atraer ahorro financiero y superar la segmen-

¹ El proceso de privatización de los fondos de pensiones y la instauración de los inversionistas institucionales, así como la proliferación de los bancos de inversión no han suministrado recursos para la inversión. Para una discusión más amplia, véase Noemi Levy, 2006b.

² Un buen resumen del planteamiento se encuentra en Studart (1995).

tación financiera,³ y desplegar instrumentos de política monetaria para volver más atrayente el ahorro financiero;⁴ en segundo, reducir la demanda de fondos financieros del sector público⁵ con el propósito de destinar todo el ahorro existente al sector privado y ampliar el capital fijo. Ello estuvo acompañado de la apertura del sector bancario y financiero para ampliar el ahorro doméstico. En este sentido, no hubo diferencias entre instituciones que crean dinero, independientes de los recursos existentes (bancos) y los intermediarios financieros.

La Gráfica 1 confirma que el ahorro financiero se incrementó en términos del producto interno bruto. Si consideramos el comportamiento entre los distintos sexenios,⁶ encontraremos que, previo a la globalización financiera, entre 1985 y 1988,⁷ cuando tuvo lugar la desregulación, el ahorro financiero con respecto al producto tuvo un movimiento ascendente que, inició con 21% en 1985, con una media de 26% entre 1985-1988 y, una máxima de 27%. En el siguiente período (que se distinguió por la globalización, 1989-2004) la profundización financiera alcanzó una media de 31%, con un máximo de 37%, con incremento de cinco puntos porcentuales respecto del periodo anterior. El período que se refiere a la extranjerización (1995/-2000) volvió a incrementar el ahorro financiero, alcanzando una media de 34% (con en tres puntos porcentuales, pese a la caída de la producción en seis puntos porcentuales, en 1995) con una máxima de 35%. Entre el año 2000 y junio del 2006, el ahorro financiero volvió a incrementar drásticamente, alcanzando una media de 39%, con una máxima de 41%. O sea, uno de los objetivos fundamentales del MSE, propuesto por la teoría neoliberal, se cumplió con creces.

³ Los teóricos neoliberales, como McKinnon (1974), Gurley y Shaw (1955), se diferencian de los monetaristas en tanto destacan que no basta que la tasa de interés sea flexible y logre un nivel de equilibrio. Es necesario, argumentan, construir instituciones fuertes con el fin de igualar los rendimientos de los diversos activos financieros y productivos.

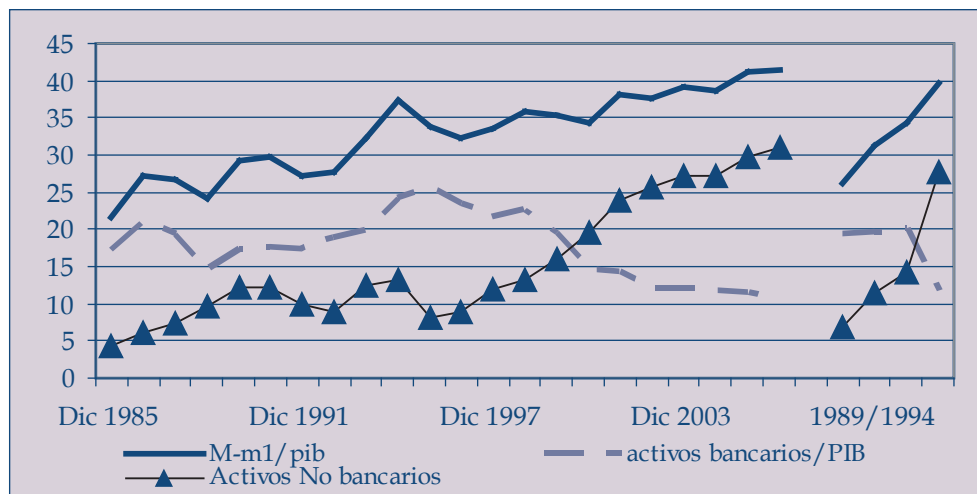
⁴ Evitar que el ahorro se destine a la compra de bienes no reproducibles (joyas, casas habitación, etcétera).

⁵ Se considera que el gasto fiscal y la demanda de fondos públicos tienen un efecto de desplazamiento (*crowding-out*), debido a que, se supone, los bancos no crean dinero sino que sólo actúan como intermediarios.

⁶ La periodización sexenal en México es relevante porque cada presidente impone su conducción en las decisiones económicas del país, las cuales modifican la forma de acumulación. El ex-presidente Miguel de la Madrid se asocia a la desregulación del sistema financiero e inicio de la apertura económica; Carlos Salinas lo fue respecto a la globalización financiera y económica; en tanto que a Ernesto Zedillo a la extranjerización del sistema financiera y a Vicente Fox a la profundización de la política monetarias en reservas internacionales.

⁷ Se omiten los años iniciales del sexenio de Miguel de la Madrid porque para 1983 y 1984 no existen estadísticas homogéneas.

Grafica 5
Márgenes financieros (%)



Fuente: Banco de México y Fondo Monetario Internacional.

Sin embargo, los componentes del ahorro financiero tienen un comportamiento peculiar con respecto al producto, presentando un punto de quiebre en 2000. Entre 1985 y 2000, la composición del ahorro financiero bancario (incluye captación de bancos residentes con tenencia de agentes residentes y no residentes y captación de sucursales bancarias en el exterior) creció proporcionalmente a la profundización financiera, en tanto mantuvo una participación de alrededor de 20%.⁸ La caída de los instrumentos financieros bancarios iniciada en 1995, durante la crisis económica, no fue considerada un fenómeno inusual por la forma de resolución de la crisis financiera (cambio de cartera bancaria vencida por bonos públicos -valores no negociables- que, posteriormente, se transformaron en valores Instituto de Protección al Ahorro Bancario, IPAB). Empero, lo peculiar fue la tendencia descendente de los instrumentos bancarios, pese a la recuperación económica iniciada después de 1995, que logró su máximo en 2000, alcanzando una tasa de crecimiento de 6.5%. La divergencia entre el crecimiento económico y la contracción de la cartera crediticia se agudizó en el sexenio del presidente Fox, que está por finalizar, pese a que se reactivó el crédito a partir de 2003, especialmente en vivienda y consumo.

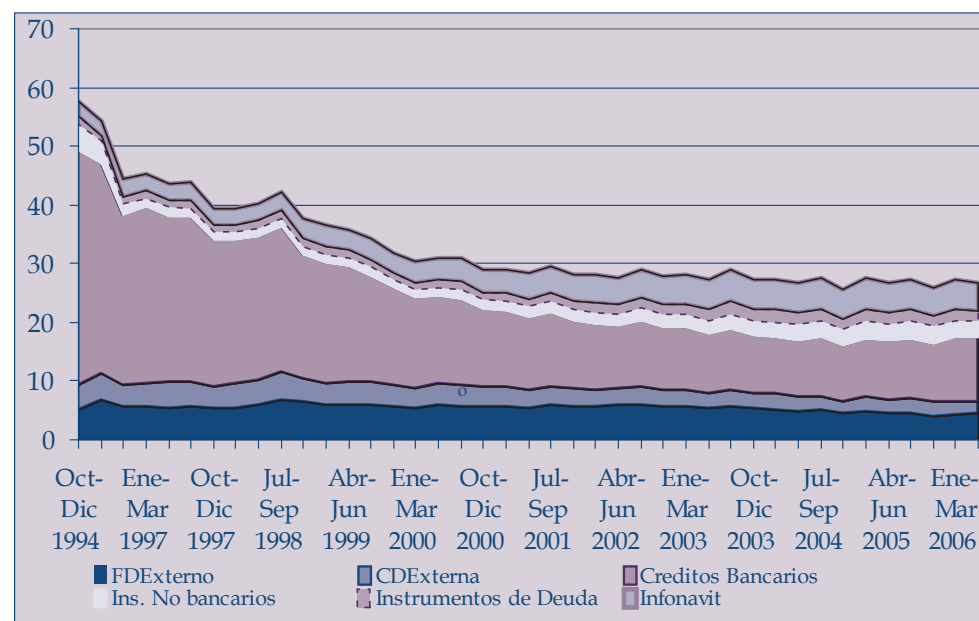
Entre 2001 y junio del 2006 los agregados monetarios bancarios descendieron casi ocho puntos porcentuales no obstante que la penetración financiera logró su

⁸ La mayor parte de los créditos bancarios, especialmente entre 1987 y 2004, no tuvieron como destino al financiamiento de la inversión (Levy, 2000), sino la compra de bienes de consumo final duradero que, por la apertura externa casi total, provocó un gran déficit de cuenta corriente externo, que se resolvió con la devaluación de diciembre de 1994.

máximo histórico con una media de 39.6%. Los instrumentos no bancarios, constituidos casi completamente por bonos públicos, fueron los principales responsables del crecimiento del ahorro financiero que se duplicaron con respecto a 1985/-200 (27.8% contra 13.5 por ciento).

El efecto de la caída de los instrumentos bancarios fue negativo para el financiamiento. La Gráfica 2 muestra que el financiamiento total en relación con el producto interno bruto tuvo una tendencia negativa, semejante a la disminución de los créditos bancarios. Esto último implica que los instrumentos financieros no bancarios que desplazaron a los instrumentos bancarios (desintermediación bancaria) no desarrollaron formas alternativas de financiamiento. La diversificación de instituciones financieras y la apertura del sistema financiero al mercado internacional no amplió las formas alternativas de financiamiento, se mantuvo relativamente constante la colocación de deuda en el mercado externo (acciones y bonos), y especialmente el financiamiento directo del mercado externo (proveedores extranjeros de empresas, crédito de banca comercial externa y otros acreedores, sin contar los Pidiriegas de Pemex).

Gráfica 2
Participación del financiamiento bancario y no bancario en el producto interno bruto (%)



FDE: Financiamiento directo del exterior; CDE externa: Colocación directa de bonos y acciones en el exterior.

Fuente: Banco de México.

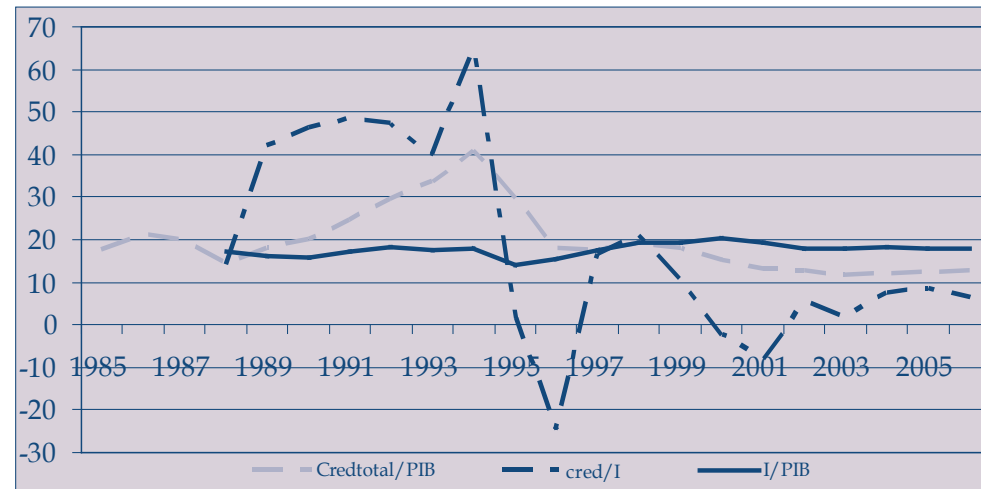
Específicamente, los créditos bancarios (provenientes de la banca privada y, en menor medida, de la banca de desarrollo) se desplomaron, reduciéndose en ocho puntos porcentuales (descendieron 18.3% y 10.3% en los períodos 1994-2001 y 2001-2006, –junio–, con una media de 13.3% del producto). Llama la atención el crecimiento del financiamiento de las instituciones no bancarias (instituciones de factoraje, arrendadoras, uniones de créditos y Sofoles) que duplicaron su monto entre los períodos 1994-2000 y 2001-2006 (1.4% y 2.5%, respectivamente) lo cual, empero, no modificó la tendencia de financiamiento prevaleciente, debido a su reducido peso en el producto (2.1% en promedio entre 1994-2006). Finalmente, los recursos de Infonavit (Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores), incluyen créditos vigentes y vencidos, se duplicaron, pasando de 2.4% a 4.9%, con una media total de 4.2%, solo detrás del financiamiento directo del exterior, lo cual implica que a través de una institución pública, como Infonavit, pudo dinamizarse el financiamiento, directa o indirectamente, en tanto muchos bancos otorgaron créditos a la vivienda tomando como base el financiamiento de dicho instituto.

El análisis de los datos sobre financiamiento indica tres tendencias interesantes. Primero, los créditos bancarios dejaron de ser una palanca de crecimiento del producto; segundo, las instituciones no bancarias no fueron útiles para elevar la disponibilidad de liquidez en la economía; y, quizá lo más importante, el gobierno puede influir en las instituciones financieras para ampliar los créditos. Los recursos del Infonavit fueron clave para ampliar el financiamiento, lo cual se obtuvo mediante reformas que eliminaron la corrupción, aunadas a medidas de transparencia, gran promoción crediticia en agentes elegibles, apoyados por bancos comerciales y, especialmente, por Sofoles (Sociedades financieras de objeto limitado fomento) de manera que se generó una sana competencia del financiamiento al interior del sector vivienda.

La desintermediación financiera mostró que la relación créditos bancarios totales- producto interno bruto tiene vaivenes que no corresponden al coeficiente de la inversión (inversión a producto interno bruto), lo cual se muestra en la Gráfica 3. En el período de globalización aumentaron los créditos, observándose una leve recuperación del coeficiente de inversión. En 1993 se contraen los créditos sin afectarse el coeficiente de inversión, reduciendo fuertemente, en 1995, la relación créditos- producto y variación de créditos a inversión. A partir de 1998 se observa una tendencia de créditos-producto por debajo del coeficiente de inversión, mostrando una tendencia semejante, aunque más pronunciada, en la relación variación de créditos-inversión. La conclusión que se obtiene a partir de la Gráfica 3 es que en la administración foxista se profundizó la separación entre el crédito y la producción. Esta tendencia se profundiza cuando se relacionan los flujos créditos y la inversión.

Gráfica 3

Participación del crédito en la producción y la inversión (%)



Fuente: banco de México.

Financiamiento, producción e inversión: modificaciones al modelo de acumulación

Uno de los elementos de inestabilidad financiera de los países de la región latinoamericana ha sido el déficit de la cuenta corriente externa (Kregel, 2004) y la escasez de liquidez internacional para enfrentar la brecha de importaciones y exportaciones que promovieron fuertes recesiones económicas (*v.g.*, México, 1976, 1982 y 1994).

De hecho, una de las críticas más profundas al Modelo de Sustitución de Importaciones fue su creciente dependencia respecto de préstamos externos con el propósito de financiar el desequilibrio de la balanza de pagos inducida por el creciente déficit de la cuenta corriente.

De acuerdo con lo anterior, se considera que una de las grandes debilidades del crecimiento económico del período mencionado fue ocasionado por sectores exportadores poco dinámicos y altamente dependientes en bienes primarios, con bajo valor agregado, que debían financiar importaciones de bienes intermedios y de capital.

La importancia del sector exportador como impulsor de crecimiento, se encuentra en los diferentes enfoques teóricos, incluido en la teoría de la demanda efectiva, en la versión Kalecki (1954), aunque criticado por la escuela estructuralista de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) (véase Bielschowsky, 1998), donde se señala que los países de la región no pueden competir en el mercado internacional bajo condiciones de igualdad (en relación con los países desarrollados) porque son tomadores de precios y no controlan los sectores dinámicos de la división internacional del trabajo.

Ello se reafirma en los resultados del Modelo Secundario Exportador, donde efectivamente se dinamizan las exportaciones de sectores con alta tecnología, sin que se logre la superación del subdesarrollo de las fuerzas productivas ni la estabilización del crecimiento económico.

Si revisamos la composición de la demanda y la oferta, encontraremos, en primer lugar, un reducido crecimiento del producto interno bruto, en especial del producto interno por habitante (Cuadro 1). Entre 1998 y 2006 el producto interno bruto a precios de 1993 no creció de manera sustancial y se mantuvo relativamente constante el PIB per cápita, o sea no se mejoró el monto de ingreso por habitante, presentando el menor crecimiento en el periodo del presidente Fox (con tasa media anual de 1.86% y tasa de crecimiento del producto por habitante, menor a 1%, muy por debajo de la media de todo el período).

Cuadro 1
Tasa media anual geométrica

	PIB* P/cápita	PIB	Consumo	Privado	Público	FBKF	Privada	Pública	Exportaciones	Importaciones
1988/ 1994	2.00	3.9	4.58	4.83	3.00	7.63	7.47	8.11	7.72	15.74
1995/ 2000	1.87	4.52	4.06	4.39	1.90	10.93	12.99	3.14	11.46	15.98
	0.71	1.86	2.08	2.43	0.55	2.39	2.09	3.89	3.87	3.67
1988/ 2006	1.58	3.06	3.06	3.30	1.36	4.91	5.46	2.86	9.23	10.64

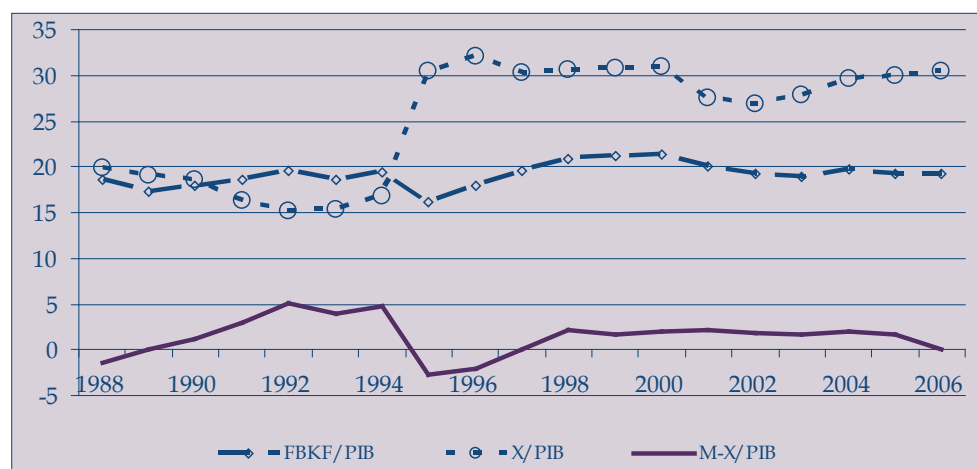
* PIB per cápita: se calcula hasta 1994, en dólares, base = 2000.

Los datos de las demás variables están expresados en pesos constantes de 1993.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas, Geografía e Informática y Banco Mundial.

El período de mayor crecimiento económico fue el sexenio de Ernesto Zedillo, pese a la crisis económica de 1995. Nótese que el consumo se mantuvo como un elemento dinámico en los períodos de Carlos Salinas y de Ernesto Zedillo, respectivamente, con la diferencia en que el primero período estuvo impulsado por el consumo público y la formación bruta de capital fijo público. El segundo período, también fue dinamizado por el consumo y la inversión, aunque estos gastos fueron esencialmente privados, decayendo el gasto público de manera sustancial. Un elemento adicional del período fue el incremento de las exportaciones que tuvo una tasa de crecimiento media anual de 11.46%. La imposición del TLCAN fue el elemento detonador de las exportaciones, lo cual, empero, fue superado por el crecimiento de las importaciones (tasa media de crecimiento anual de 15.98%). Nótese que en ese período no hubo superávit comercial, sólo se presentó a mediados de la década de 1980 y entre 1995-1996 (Gráfica 4).

Gráfica 4
Coeficiente de inversión; exportaciones y cuenta corriente a producto interno bruto (%)



Feunte: Banco de México.

Debe destacarse que las exportaciones, a diferencia del pasado, se situaron en sectores con alta tecnología, como las industria de derivados del petróleo, petroquímica, química, productos de plástico y caucho, productos minerales no metálicos, siderurgia, minero-metalurgia, productos metálicos, maquinarias y equipos, lo cual no impidió el surgimiento de importantes fugas al multiplicador del ingreso, por la forma de producción con base en maquilas. Adicionalmente, la propiedad de la industria exportadora dinámica fue controlada por agentes externos, cuya ventaja comparativa fueron los bajos salarios, lo cual afectó en mayor medida en el período presidencial de Vicente Fox.

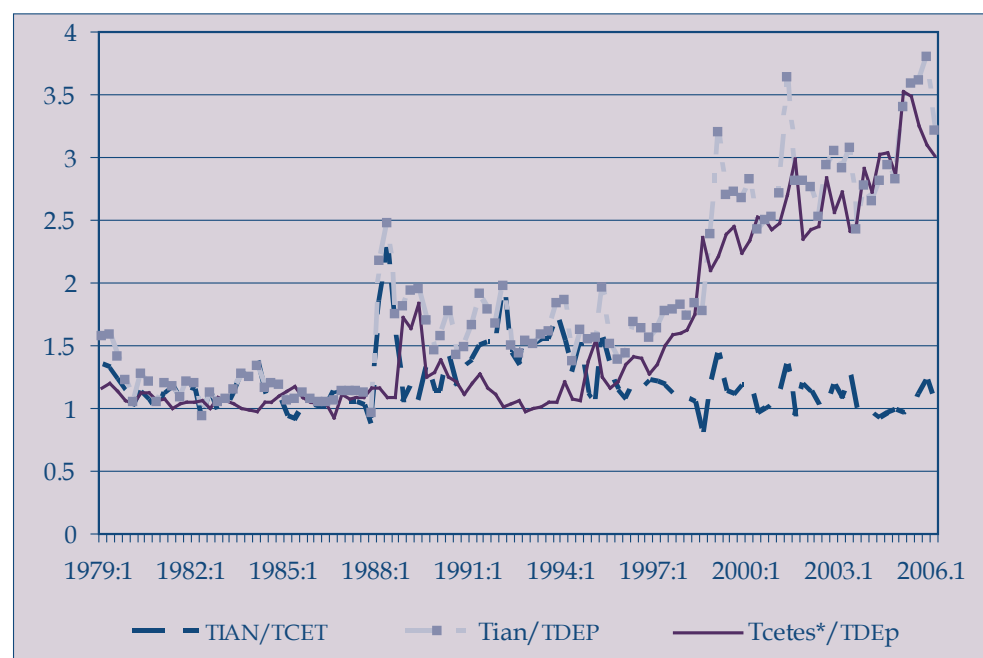
El análisis del último sexenio muestra que las ventajas del TLCAN se acabaron. En primer lugar, el motor impulsor de la economía (las exportaciones) redujo su tasa media anual de crecimiento de 11.46% a 3.87% (1995-2000 a 2001/-2006); no obstante las exportaciones se mantuvieron como el *deux-au-machine* de la economía mexicana. La reducción de esta variable clave redujo el déficit de la cuenta corriente, lo cual, sin embargo, tiene mayor relación con el incremento del precio del petróleo, que alcanzó niveles históricos a partir de 2004, así como el monto de remesas. Este planteamiento es avalado por las bajas tasas de crecimiento del consumo total que se redujo a la mitad con respecto a los dos sexenios anteriores y de la formación bruta del capital fijo, que, apenas logró una tasa media anual de crecimiento de 2.39% (en comparación a con 10.93 y 7.63% en los sexenios 1995/-200 y 1988/-1994).

Bajo condiciones de baja de demanda crediticia debido a la dominación de las exportaciones con base en una organización de producción tipo maquila, cabe la

pregunta ¿cuáles son las opciones de la actividad bancaria?, en especial cuando dichas empresas son controladas por agentes externos que forman parte de corporaciones multinacionales.

Un camino que podría haber emprendido la banca comercial, sería satisfacer los créditos de empresas pequeñas y medianas que abastecen el mercado doméstico, lo cual, de acuerdo con las estadísticas presentadas en la Gráfica 3, no fue el camino seguido. Por el contrario, los bancos comerciales declararon a las empresas medianas y pequeñas nacionales sujetos de altos riesgos y no abastecieron el crédito demandado. Sus principales actividades en la hoja de balance son la tenencia de bonos, especialmente públicos, y, la comercialización definitiva, de manera relevante, la temporal, para acceder a liquidez. Por consiguiente, las utilidades de la banca provienen de manera fundamental de comisiones y tarifas (una de las más elevadas en el ámbito mundial) y del margen financiero por negociar con títulos públicos, cuyo margen es superior a la diferencia entre intereses, créditos y depósitos. En la Gráfica 5 se muestran los márgenes financieros entre la tasa activa y pasiva, la tasa activa y de títulos gubernamentales (consideramos la que corresponde a tres meses), y, la diferencia entre la tasa de títulos gubernamentales y la tasa de depósitos.

Gráfica 5
Márgenes financieros (%)



Fuente: Banco de México y Fondo Monetario Internacional.

Encontramos que la brecha financiera empieza abrirse cuando finaliza el proceso de desregulación, ampliando, en mayor medida, el margen entre la tasa activa y la de depósitos, seguida por la tasa activa y de los certificados de tesorería (Cetes), manteniéndose relativamente iguales la relación entre tasa de Cetes y la tasa de depósitos; esa situación varió drásticamente después de la crisis de 1995, cuando la brecha entre la tasa de Cetes y depósitos tomó el liderazgo y se convirtió en una de las fuentes principales de utilidades del sector bancario mexicano.

Conclusiones

El período de desregulación, globalización y externalización del sistema financiero logró incrementar el ahorro financiero, objetivo fundamental para la intermediación. Se duplicó la profundización financiera entre 1985 a 2006; con el defecto que fue dominado por títulos públicos, cuyo objetivo ha estado desligado del déficit público como consecuencia de menor gasto de capital o, incluso, de consumo público. Adicionalmente se ha reducido la demanda de créditos por parte del sector privado, nacional y extranjero. Los primeros fueron declarados sujetos de alto riesgos y considerados sujetos no solventes; por consiguiente, sus demandas crediticias no fueron satisfechas. Los segundos no demandaron créditos en el mercado doméstico nacional porque son parte de grandes conglomerados internacionales que tienen acceso a financiamiento más barato en el resto del mundo.

La paradoja de la profundización financiera y reducción de instrumentos bancarios indujo grandes utilidades al sector bancario, mediante la diferencia entre tasas de bonos gubernamentales y la de depósitos, adicionados por altas comisiones y tarifas. La banca mantuvo su carácter rentista, obteniendo grandes utilidades sin incurrir en riesgo alguno. Adicionalmente se mostró que el incremento crediticio para ciertos sectores depende de la voluntad política de la autoridad reguladora. Para el caso de la vivienda, sin recurrir a medidas de regulación crediticia, se incrementó el crédito al sector, modificando el funcionamiento de las instituciones crediticias a con el fin de convertirlas en detonante de la acomodación de la demanda de créditos. Debido a la proliferación de instituciones, se redujo la tasa de interés del sector, otorgando créditos, incluso, a tasa fijas, lo cual, empero, podría causar grandes pérdidas a los prestamistas si es que cambian las condiciones del sector, porque no hay financiamiento de largo plazo ■

Bibliografía

- Bielschowsky R., 1998, "Cincuenta años del pensamiento de la CEPAL, una reseña" en *Cincuenta Años de pensamiento en la CEPAL. Textos seleccionados*, CEPAL, Naciones Unidas, CEPAL-FCE, Chile, 1998.
- Gurley J. G y E. S. Shaw 1955, "Financial Aspects of Development" *American Economic Review*, septiembre.
- Kalecki M (1954), "The problem of financing economic development" en *Collected Works of Michal Kalecki*, volume V, editado por Ostiansky, Clarendon Press, Oxford, 1993, pp. 23-44.
- Kregel J., 2004, "Do we need Alternative financial strategies for development in Latin America", ponencia presentada en el "Cuarto Seminario de Economía Financiera", IIE, UNAM, México
- Levy N (2006), "El sistema financiero mexicano: imperfecciones de mercado con hegemonía bancaria" trabajo presentado en el Seminario Internacional sobre Políticas Económicas ante la globalización, 24 y 25 de abril, Madrid, España.
- ____ (2006b), "El efecto de los fondos de pensiones en el mercado financiero mexicano" en *Reformas Financieras en América Latina*., coordinados por Girón y Correa, CLACSO. 2006.
- ____ (2000), La banca en el financiamiento de la inversión y el ahorro en México 1982-1996, en *Comercio Exterior*, Vol 50, num. 7, Banco de Comercio Exterior, México, julio.
- McKinnon R. 1974, "Dinero y Capital en el desarrollo económico" CEMLA, Estudios, México.
- Studart R. (1995), *Investment Finance in Economic Development*, Routledge, Gran Bretaña.