

La política monetaria y el financiamiento a la inversión en México

Teresa S. López González*

Introducción

Los mercados financieros de los países desarrollados registraron un acelerado crecimiento entre principios de la década de los ochenta y la segunda mitad de la década de los noventa; proceso que fue acompañado de un creciente flujo de capitales desde las economías industrializadas hacia las economías en desarrollo. Estas transformaciones, al profundizar el carácter endógeno de la oferta de dinero, modificaron el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la efectividad de los instrumentos tradicionales con que contaban los bancos centrales.

En el caso de México, la apertura de la cuenta de capitales, en el contexto de las políticas de desregulación y liberalización económica, instrumentadas entre finales de la década de los ochenta y principios de los años noventa, estimuló la entrada de importantes flujos voluntarios de capitales externos; lo cuales, empero, generaron fuertes efectos desestabilizadores en variables clave de la economía, como las tasas de interés internas, el tipo de cambio, la oferta interna de crédito; haciendo más compleja y difícil la intervención de la autoridad monetaria para conciliar los equilibrios macroeconómicos y financieros.

La desregulación e integración del sistema financiero mexicano a los mercados financieros internacionales, al debilitar los mecanismos tradicionales de financiamiento, pone en peligro la capacidad de la economía para incrementar el nivel de inversión y generar una modernización tecnológica, que permita sostener un crecimiento de largo plazo sobre bases financieras estables. Bajo esta perspectiva, se argumentará, en este trabajo, que la subordinación de la política monetaria al objetivo de la estabilidad monetaria y cambiaria, en el contexto de la integración del sistema financiero mexicano al mercado financiero internacional, ha provocado la desintermediación bancaria.

El trabajo se divide en cinco apartados. Después de esta introducción, en el segundo apartado, se revisan algunos elementos teóricos para explicar los cambios en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, en el tercero, se expone la política monetaria en el marco de la desregulación financiera y la libre movilidad de los capitales; en el cuarto, se analizan los efectos sobre la estructura bancaria de la estrategia de estabilidad monetaria y financiera adoptada por el Banco de México y, finalmente, en el quinto, presentamos algunas conclusiones.

Liberalización financiera y los cambios en el mecanismo de transmisión de la política monetaria

Antes de la desregulación financiera, en la mayoría de los países, la autoridad monetaria definía la meta inflacionaria en función del comportamiento de un determinado

* Profesora Titular de la Facultad de Estudios Profesionales Acatlán-UNAM.

agregado monetario; sin embargo, las transformaciones en los sistemas financieros locales han conducido a los bancos centrales a fijar nuevas metas cuantitativas. La desregulación financiera, al elevar el carácter inestable de la demanda de dinero, ha obligado a la autoridad monetaria a abandonar los agregados monetarios como indicadores cuantitativos de la meta anti-inflacionaria. En su lugar se han fijado otros objetivos intermedios, como el tipo de cambio, la volatilidad de las tasas de interés, el crecimiento del crédito, las expectativas inflacionarias, etcétera (Schwartz, 1998).

En un ambiente de incertidumbre y alta volatilidad en las tasas de interés, la elección de un indicador para medir el logro de los objetivos de los bancos centrales y, por tanto, de su eficiencia, ha generado problemas. Por un lado, si la meta se establece en función de variables sobre las cuales no existe control directo, puede generarse una pérdida de credibilidad en torno al manejo de la política monetaria. Por el otro, si no existe consenso sobre la capacidad del banco central para influir en variables como la tasa de interés real, el tipo de cambio, las expectativas de inflación, aparecen varios mecanismos de transmisión de la política monetaria. La identificación de este mecanismo es de suma importancia, pues de ello depende que el banco central ubique las variables que determinan el nivel de precios y, en consecuencia, cumpla con la meta de estabilidad de la moneda. Sin olvidar que la eficiencia de la política monetaria dependerá del vínculo entre los instrumentos de política y objetivos macroeconómicos.

En este trabajo se hace referencia al mecanismo de transmisión poskeynesiano, no sólo por cuestiones de espacio, sino también por considerar que este enfoque aporta elementos analíticos que permiten explicar de manera fidedigna los cambios en las estructuras financieras de los países en desarrollo. Se parte del supuesto de que el banco central tiene capacidad para determinar las tasas reales de interés, de tal forma que puede fijar un nivel que le permita cumplir con el objetivo de equilibrio interno y externo. Así, en la medida que se establezca una meta para la tasa de interés real, la base monetaria se convertirá en una variable endógena (Kaldor, 1970). La vertiente poskeynesiana *horizontalista* (Moore, 1991), afirma que la oferta monetaria es endógena, y supone que el banco central ofrecerá una cantidad ilimitada de reservas (funcionamiento acomodaticio) a la tasa fijada por él; en tanto que la demanda de base monetaria por parte de los bancos comerciales determinará la cantidad de equilibrio. Una posición más moderada de este enfoque es la *verticalista*, que no supone oferta de reservas ilimitada por parte del banco central, debido a una política prudencial,¹ ello implica que la función de demanda de base monetaria tiene pendiente positiva, mientras que la demanda de reservas dependerá de la demanda de crédito y del costo de otras fuentes de fondeo bancario.

¹ Para profundizar sobre esta discusión al interior del enfoque postkeynesiano véase Rochon (1999) y Wray (1990).

En la medida que el banco central administra la tasa de interés de los préstamos, y la oferta monetaria se acomoda a la demanda de reservas de los bancos comerciales, a diversos niveles de reservas, pueden corresponder diversos niveles de crédito y, por tanto, diversas tasas de interés de equilibrio (Palley, 1994). Como vemos, en este análisis la efectividad de la política monetaria variará en función de la gestión de pasivos que realicen los bancos comerciales. Esto, en algunas ocasiones, ha sido interpretado como pérdida de credibilidad del banco central y cómo los mecanismos de transmisión de la política monetaria en cada país son influidos por: la profundidad de sus mercados financiero, las condiciones del mercado financiero internacional y, el comportamiento reciente de sus niveles de inflación; aquéllos estarán sujetos a las transformaciones de las estructuras financieras locales e internacionales (Kamin, *et al.*, 1998). Esto, aunado al carácter endógeno del dinero, dificulta la regulación de la tasa de interés por la existencia de otras fuentes de financiamiento.

En este sentido, podemos señalar que a medida en que las reservas han dejado de limitar la expansión del crédito, el incremento en la base monetaria tiene como propósito mantener la solvencia del sistema bancario y la estabilidad de la tasa de interés, para garantizar el equilibrio interno y externo. En consecuencia, la demanda de la base monetaria está determinada por las necesidades de compensación de saldos entre los bancos y por la necesidad de saldos monetarios precautorios, determinados éstos últimos, por el estado de confianza de los banqueros (Mantey, 2004).

Mecanismo de transmisión de la política monetaria y la posición acomodaticia del Banco de México

El Banco de México obtuvo su autonomía en 1993, en su Ley orgánica quedó consignado como objetivo prioritario la estabilidad de los precios internos, mientras que el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento del sistema de pagos, quedaron relegado a un segundo plano (Ramírez, 2001). En este nuevo marco legal, el Banco de México ha venido adoptando como objetivo intermedio de la política monetaria el saldo promedio acumulado de la cuenta que los bancos comerciales mantienen en el banco central. Mediante el cumplimiento de este objetivo el instituto central busca influir en la tasa de interés real y, a través de éste mecanismo, afecta el volumen de crédito y el nivel de la demanda agregada.

Estudios empíricos de la economía mexicana anteriores (Ros, 1979) y recientes (Mantey, 1995, 2004) muestran una estrecha relación entre la tasa de inflación y la tasa de devaluación, a partir de lo cual se postula que el mecanismo de transmisión de la política monetaria opera principalmente a través del tipo de cambio, relación que se ha profundizado desde la desregulación financiera. Pruebas de causalidad de Granger realizadas por Mantey (1995), muestran una relación sistemática que indica que la variación en la tasa de devaluación antecede al crecimiento de los precios; de tal forma que la tasa de devaluación está cointegrada, con la tasa de inflación.

El reconocimiento no explícito de este mecanismo de transmisión ha conducido al Banco de México a utilizar de manera persistente al tipo de cambio como un ancla nominal en su política antiinflacionaria. La crisis cambiaria y financiera de 1994 mostró la inviabilidad de largo plazo de esta estrategia porque no debe adoptarse una política de tipo de cambio como un ancla permanente para controlar la inflación, debido a que estimula el crecimiento acelerado del crédito, eleva la vulnerabilidad de los intermediarios en moneda extranjera y, agrava el deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos; factores que al actuar en conjunto, profundizan los ciclos económicos (Kamin *et al.*, 1998; Cambiaso, 1993).

Por otra parte, el reducido desarrollo del mercado de capitales explica que el mecanismo de transmisión, a través de la tasa de interés, sea poco relevante. Los instrumentos de renta fija con vencimientos mayores a un año representan menos de 5% del agregado M4; de ahí que las variaciones en sus precios, como efecto de las variaciones en las tasas de interés, sean mínimas. Por su parte, el mercado de títulos de renta variable sigue siendo muy reducido; el valor de mercado de las acciones como proporción del PIB, registró su mayor participación en 1999 con 32%, para descender a 17% en 2002 y 25% en 2004.

A lo anterior debe agregarse que en los mercados de capitales emergentes, como el mexicano, las variaciones en el tipo de cambio son mayores que las fluctuaciones en la tasa de interés; razón por la cual las expectativas sobre el primero influyen con más intensidad en las decisiones de gasto. En este ambiente, el Banco de México, con el propósito de mantener la estabilidad de la tasa de interés y el tipo de cambio, se ha visto obligado a cubrir la demanda de base monetaria. Así, la estabilidad del tipo de cambio permite reducir las fluctuaciones en el nivel de precios, mientras que la estabilidad en las tasas de interés, asegura la solvencia del sistema bancario (Torres, 2003).

Por el lado de la oferta de base monetaria, determinada por la entrada neta de divisas que el banco central monetiza al tipo de cambio vigente y por el crédito interno neto que la autoridad monetaria concede al gobierno o a los bancos comerciales, el Banco de México, desde 1997 aplica la estrategia de publicar su estimación de la demanda diaria de base monetaria, misma que toma como referencia para el siguiente año y para establecer los límites trimestrales al crédito interno.² Una vez que se conoce la tendencia de la demanda de base monetaria, el Banco de México compensa las desviaciones de la oferta, provocada por factores exógenos, o en su caso, adapta la oferta a los cambios en la demanda para mantener el objetivo de tasa de interés y las condiciones de estabilidad en el mercado financiero.

² El nivel de crédito interno se obtiene restando a la expansión prevista de la base monetaria el monto de reservas internacionales acumuladas que es fijada por la Comisión de Cambios del Banco de México.

Estabilidad monetaria y financiera y cambios en la estructura bancaria

En México la autoridad monetaria regula la liquidez interna mediante la organización y su participación en el mercado interbancario de fondos de reserva. Los bancos comerciales tienen la obligación de mantener en el banco central saldos que les permita cubrir sus faltantes en la compensación diaria de operaciones entre bancos, en caso contrario, deben recurrir al crédito del Banco de México, a una tasa punitiva. En consecuencia, la demanda de base monetaria de los bancos comerciales depende de varios factores: el saldo mínimo que la autoridad monetaria les obligue a mantener en su cuenta en el banco central, el nivel de la tasa punitiva fijada, los períodos en que se realice la compensación entre bancos y de las expectativas de los bancos respecto a sus necesidades futuras de reservas (Schwartz, 1998).

El Banco de México, a fin de controlar la expansión de la base monetaria y mantener estables las tasas de interés interbancaria y la tasa activa, impuso que el saldo promedio de la cuenta que las instituciones bancarias deben mantener en el banco central sea cero para el período determinado para el cómputo. De esto se desprende que, la amplitud de este período y la meta de saldos acumulados (“corto”) que fija el Banco de México también influyen en la demanda de base monetaria.

Estabilidad monetaria y control del crédito

De los instrumentos con que cuenta el Banco de México para llevar a cabo sus objetivos monetarios y financieros,³ por lo menos seis de ellos (tasas de interés punitivas sobre los faltantes de reservas, ventanilla de redescuento, metas de saldos acumulados en las cuentas de los bancos comerciales en el banco central, depósitos obligatorios de instituciones de crédito en el banco central, crédito del banco central, tasas de interés tope sobre determinadas operaciones de fondeo, límites al crédito intradía que concede el banco central a los bancos comerciales) son utilizados directamente para influir en la intermediación bancaria. Actualmente, la meta de saldos promedio acumulados en la cuenta de los bancos comerciales en el banco central, ejerce el papel de encaje y, aunque es igual a cero, cumple la función de estabilizar la tasa de interés, al establecer un período más amplio que el día de la compensación para ajustar los saldos. De esta forma se evita que las operaciones de emergencia de los bancos generen fluctuaciones

³ Estos instrumentos son los siguientes: las operaciones de mercado abierto, tasas de interés punitivas sobre los faltantes de reservas, ventanilla de redescuento, metas de saldos acumulados en las cuentas de los bancos comerciales en el banco central, colocación de *swaps* de tasas de interés, depósitos obligatorios de instituciones de crédito en el banco central, transferencias de depósitos del gobierno a bancos comerciales, crédito del banco central, tasas de interés tope sobre determinadas operaciones de fondeo, límites al crédito intradía que concede el banco central a los bancos comerciales, para asegurar el sistema de pagos, y colocación de operaciones de venta de divisas (Martínez, 1995).

en las tasas de fondeo e interbancarias. En el caso de las tasas punitivas sobre faltantes de reservas de los bancos, por incumplimiento de la meta de saldos promedio, refuerza el cumplimiento de la meta de saldos acumulados.

A través de la ventanilla de redescuento para instrumentos de crédito a actividades prioritarias, el Banco de México controla el límite superior de la tasa de mercado interbancario. En el mismo sentido actúa la fijación de tasas de interés tope a ciertas operaciones de fondeo, generalmente se aplican en caso en que los bancos actúan de manera coludida en el mercado interbancario. Respecto a los límites al crédito intradía que otorga el banco central a los bancos comerciales⁴ genera un efecto disuasivo en la expansión del crédito bancario, debido a que influye en la rentabilidad bancaria. Ello se debe a la gratuidad del crédito intradía que otorga el banco central a la banca comercial, mientras que cualquier otra fuente de fondeo tiene un costo.

Por último, los depósitos obligatorios de las instituciones de crédito en el banco central son aplicados en dos situaciones. Primero, cuando el banco central se ve obligado a mantener por determinado tiempo una posición deudora en el mercado monetario, por ejemplo, generada por un fuerte ingreso de divisas, que deben ser monetizadas. En esta situación, el principal propósito del banco central es elevar la efectividad de la política monetaria, obligando a los bancos a tener una posición deudora en el mercado al inicio de cada día. Segundo, la otra situación se presenta cuando la demanda de crédito es inelástica a la tasa de interés, de forma tal que el crédito crece rápidamente pese al aumento de la tasa de interés. En este caso, el depósito obligatorio impide que los bancos satisfagan la demanda de préstamos, evitando con ello que la tasa de interés se eleve a niveles que provoque efectos contraproducentes para mantener la estabilidad monetaria. Si la tasa de interés tuviera que elevarse hasta el nivel en que la demanda de crédito se redujera, ello podría generar dos fenómenos negativos, *a*) aumenta la entrada de capitales externos, obligando al banco central a monetizarlos, *b*) los bancos aprovechen esta situación de política monetaria restrictiva para elevar sus márgenes financieros mediante la captación de recursos de los ahorradores a una tasa pasiva baja, para depositarlos en el banco central (Chick, 1988). En el caso de México, esta última situación ha complicado la conciliación entre la estabilidad monetaria, la estabilidad del sistema financiero y la intermediación bancaria.

⁴ Este instrumento se aplica en situaciones de escasez de liquidez generalizada, y los fondos se distribuyen a través de subasta entre los bancos. A partir de 1993, esta medida ha perdido vigencia debido a la apertura del mercado matutino de reservas al valor del día anterior.

Cambios en la estructura bancaria y contracción del financiamiento a la inversión

En una estructura financiera oligopólica como el sistema financiero mexicano, la política de liberalización de las tasas de interés (1988), en vez de elevar las tasas de interés pasivas debido a la mayor competencia entre los bancos comerciales por los recursos, indujo a una reducción (Galbis, 1981); y en cambio, estabilizó la relación entre la tasa de préstamos (tasa activa) y la tasa de CETES (a tres meses), lo que explica un margen entre ambas más moderado. En el caso del margen entre la tasa de préstamo interbancario y la tasa de CETES, también ha tendido a reducirse y a estabilizarse a partir de 1993, cuando se abrió el mercado matutino de reservas al valor del día anterior.⁵ Un comportamiento similar registró la relación entre la tasa de fondeo (reporto de CETES) y la tasa de CETES hasta 1998, debido a que la introducción de los BREMS redujo la tasa de los reportos de CETES.

La estructura oligopólica del mercado bancario mexicano ha ocasionado una segmentación en el mercado financiero, que dificulta el arbitraje de las tasas de interés pasivas y activas. Sin embargo, es muy probable que el mercado interbancario se encuentre integrado al mercado externo pese a fallas del mercado bancario interno (Kamin, *et al.*, 1998).

Estudios sobre la determinación de la tasa de CETES en el mercado primario (Mantey, 1995; Castellanos, 2000), muestra que esta tasa está directamente determinada por las condiciones del mercado financiero internacional. Ello significa que las acciones que tome el Banco de México para igualar la tasa de fondeo y la tasa del mercado interbancario, a la tasa de CETES del mercado primario, permiten que las tres tasas estén integradas a las tasas prevalecientes en el mercado internacional. Ello explica la estabilización, en los últimos años, entre la tasa activa y la tasa de CETES (véase Cuadro 1). Por consiguiente, bajo condiciones de libre movilidad de capitales, no es posible mantener tasas de préstamo por encima de las prevalecientes en los mercados financieros internacionales.

Por su parte, el margen entre la tasa de depósitos y las tasas integradas al mercado internacional (activa, CETES, y fondeo interbancario) ha mostrado un acelerado crecimiento, mientras, las demás tasas tienden a converger (véase Cuadro 1). A partir de lo anterior, se desprende que la alta rentabilidad bancaria, tiene su origen en las condiciones de competencia oligopólica en que operan los bancos que se distinguen por fijar tasas de depósito por debajo de sus niveles de equilibrio CETES.

⁵ Mediante este mercado, el Banco de México provee de reservas para cubrir los faltantes de liquidez que registro el mercado bancario la tarde del día anterior, cuando concluyó la compensación. Este mercado permite que los intermediarios corrijan sus saldos en el banco central, ya que por condiciones técnicas la compensación termina fuera del horario en que funciona el mercado interbancario normal (Martínez, 1995).

Cuadro 1
México tasas de interés nominales

Año	Tasas nominales a 3 meses				Márgenes de rendimiento nominal		
	Tasa pasiva ⁽¹⁾ (TIDB)	Tasa activa ⁽²⁾	Tasa de Interés de CETES (TICETES)	Tasa de Interés Interbanacaria (TIIB)	T ^{IACTIVA} / T ^{PASIVA}	T ^{ACTIVA} / T ^{CETES}	T ^{CETES} / T ^{IIB}
1988	48.32	54.33	58.65	–	1.12	0.93	–
1989	29.65	45.53	44.77	41.68	1.54	1.02	1.07
1990	27.47	34.50	35.03	28.33	1.26	0.98	1.24
1991	16.88	26.07	19.82	17.81	1.54	1.32	1.11
1992	15.47	27.67	15.89	24.48	1.79	1.74	0.65
1993	15.18	20.55	15.50	13.69	1.35	1.33	1.13
1994	13.13	22.81	14.62	28.02	1.74	1.56	0.52
1995	37.23	55.0	47.79	53.54	1.48	1.15	0.89
1996	24.28	32.53	32.90	32.87	1.34	0.99	1.00
1997	14.51	22.70	21.27	22.29	1.56	1.07	0.95
1998	13.78	39.11	26.19	27.14	2.84	1.49	0.97
1999	9.72	21.06	22.38	24.63	2.17	0.94	0.91
2000	6.57	19.41	16.15	17.23	2.95	1.20	0.94
2001	4.74	10.81	12.24	13.43	2.28	0.88	0.91
2002	2.92	9.18	7.46	8.45	3.14	1.23	0.88
2003	2.50	7.79	6.51	7.17	3.11	1.20	0.91
2004	2.27	7.22	6.36	7.44	3.18	1.13	0.86

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos e Informe Anual, y Fondo Monetario Internacional.

(1) Tasa de Interés de los Depósitos Bancarios (TIDB)

(2) Tasa de Fondeo Bancario

Sin embargo, la baja remuneración de los depósitos ha conducido a una contracción en la captación real de recursos por parte de los intermediarios bancarios, situación que se agudizó después de la crisis cambiaria de 1994. Esto explica la presión de los bancos sobre las tasas de interés. Por un lado, eleva las tasas en la subasta primaria de CETES y, por otro, reduce la tasa de depósitos.

La política de los banqueros de elevar las tasas de CETES en la subasta del mercado primario, en la medida que atrae flujos de capital externo, induce hacia una estabilización automática. Empero, ello no se aplica a las tasas de depósitos, por no ser arbitradas internamente. Los ahorradores no participan directamente en el mercado primario de CETES; únicamente pueden beneficiarse de un incremento en el rendimiento en CETES, a través de su participación en sociedades de inversión que son administradas por intermediarios bancarios y no bancarios (Murillo, 1995).

El diferencial entre la tasa de CETES (representa la tasa de equilibrio) y la tasa de depósitos, que está por debajo del nivel de equilibrio que correspondería a un mercado competitivo, ha permitido a los bancos comerciales obtener un alto margen financiero, sin incurrir en riesgos.

Este ambiente de ganancias fáciles ha inducido una conducta muy cautelosa en la concesión de créditos por parte de la banca, que no sólo ha racionado el financiamiento para nuevos proyectos de inversión, sino que ha impedido recuperar la cartera bancaria vencida, generada en la crisis cambiaria de 1994 (véase Cuadro 2). Además, la sustitución de la cartera vencida por títulos gubernamentales no negociables, por los cuales el Instituto de Protección Al Ahorro Bancario (IPAB) paga un rendimiento más una sobre tasa, desestimuló la reestructuración de los préstamos vencidos.

Cuadro 2
Banca comercial obligaciones y recursos totales (estructura porcentual)

Año	Obligaciones totales				Recursos totales			Variación anual real	
	Total	Captación total	Depósitos. préstamos de bancos y reportos	Instrumentos financieros sintéticos(1)	Total	Cartera de crédito	Cartera de títulos y valores	Captación	Crédito
1994	100.0	47.1	6.9	29.4	100.0	53.6	8.6	38.1	31.9
1995	100.0	52.9	10.6	21.1	100.0	47.5	22.6	-22.5	-17.8
1996	100.0	53.2	8.1	23.6	100.0	33.3	34.5	-2.8	-13.9
1997	100.0	52.2	27.3	6.9	100.0	31	38.3	15.2	-8.8
1998	100.0	52.0	26.7	6.7	100.0	32.9	38.1	0.4	-10.6
1999	100.0	46.9	28.9	9.8	100.0	31.1	36.9	11.1	-3.7
2000	100.0	36.2	30.2	20.1	100.0	24.4	33.9	10.1	-15.4
2001	100.0	32.0	31.7	25.3	100.0	19.5	34.7	33.7	-11.0
2002	100.0	24.6	29.4	36.6	100.0	17.2	28.1	16.5	0.7
2003	100.0	19.5	19.9	53.1	100.0	12.8	19.8	32.1	-3.1
2004	100.0	19.0	19	53.1	100.0	12.5	n.d.	1.9	0.5

Fuente: elaboración propia con datos de INEGI. Anuario Estadístico, 2003, y Banco de México, Indicadores Económicos.

(1) Incluye Futuros, Reportos, Coberturas, Opciones y Swaps.

Los factores anteriores, sumados al desarrollo de nuevos productos y servicios financieros permiten a los bancos obtener altas ganancias especulativas, con inversiones en productos derivados, tales como tasas de interés, índices bursátiles, tipos de cambios, etcétera, han jugado un papel determinante en la reducción del crédito. Mientras los instrumentos sintéticos representaron 53% de las obligaciones totales de la banca comercial en 2004, la cartera de crédito apenas representó 12.5% de los recursos totales (véase Cuadro 2). Este proceso de desintermediación no redujo el tamaño de la banca; por el contrario, tuvo lugar un desplazamiento de las actividades bancarias hacia operaciones fuera del balance de la hoja de balance, manifestación de la mayor participación de los bancos en el mercado de capitales (Blommestein, 1995).

Estas transformaciones en la estructura bancaria mexicana explican que el crecimiento económico, desde los años finales de la década de los noventa, sea financiado por otras fuentes de recursos, principalmente, los créditos de proveedores, utilidades retenidas y financiamiento externo ■

Conclusiones

La liberalización financiera y la libre movilidad de los capitales incide sobre la determinación de las tasas de interés domésticas y del tipo de cambio, lo cual, ha modificado los mecanismos de transmisión de la política monetaria, complicando la intervención de los bancos centrales. Particularmente, se ha dificultado la conciliación entre estabilidad monetaria y cambiaria y el financiamiento a la inversión. La economía mexicana no escapa a esta situación por estar integrada al sistema financiero internacional que obliga al Banco de México a instrumentar una política monetaria que otorgan prioridad a la estabilidad monetaria y cambiaria. Ello ha contribuido al reforzamiento de la estructura oligopólica del mercado bancario, provocando una segmentación en el mercado financiero que impide el arbitraje de las tasas de interés pasivas y activas.

Esta situación, aunada al desarrollo de nuevos productos financieros, como los derivados, permite que los bancos comerciales obtengan altas ganancias especulativas al mismo tiempo que cederse la concesión de crédito ■

Bibliografía

- Blommestein, H. J. (1995), "Structural changes in financial markets: overview of trends and prospects", OECD, *Economic Studies, Working Papers*, pp. 9-47.
- Cambiaso, J. (1993), "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capitales", *Monetaria*, vol. XVI, núm. 5, enero-marzo.

- Castellanos, S., El efecto del corto sobre la estructura de tasas de interés, Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 2000-1.
- Chick, V. (1988), "The evolution of the banking system and Theory of monetary", S. T. Frowen (ed.), *Monetary theory and monetary policy. New tracks for the 1990's*, St. Martin's Press,
- Galbis, V. (1981), Aspectos teóricos de la política de tasas de interés en países en desarrollo, CEMLA, Colección Ensayos, México.
- Kaldor, N. (1990), "El nuevo monetarismo", reproducido en *Revista del Banco Central de Venezuela*, vol. XIII, núm. 2.
- Kamin, S., P. Turner y J. Van't Dack (1998), "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economics: An over view", *Bank for International Settlements, Policy Papers*, núm. 3, enero.
- Mantey, A.G. (1995), "La política monetaria en México y la tasa de interés real", *Investigación Económica*, Facultad de Economía/UNAM, núm. 211, enero-marzo.
- 2004, "La política monetaria en México"; en Eugenia C., Alicia G. y Alma CH. (comps), *Economía financiera contemporánea*, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, México.
- Martínez, T. L. (1995), El efecto de la política monetaria sobre el comportamiento de los bancos comerciales: El mercado lechero en México, Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 9506, agosto.
- Moore, B. J. (1991), "Monetary supply endogeneity: 'Reserve price setting' or 'Reserve quantity setting'?", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 13, núm. 3, primavera.
- Murillo, J. A. (1995), Interacción de la política monetaria del banco central y de la política crediticia: El caso de México 1994-1995", Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 9507, agosto.
- Palley, T. (1994), "Competing views of the monetary supply process: Theory and evidence", *Microeconómica*, vol. 13, núm. 3, primavera.
- Ramírez, S. E. (2001), *Moneda, banca y mercados financieros en México*, Prentice Hall, México.
- Rochón, L.P. (1999), *Credit, money and production. An alternative Post-keynesian approach*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA., Estados Unidos.
- Ros, J. (1979), "Inflación: La experiencia de la década de los setenta", *Economía Mexicana*, núm. 1, Centro de investigación y Docencia Económica, México.
- Schwartz, M. (1998), Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria, Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 9804, octubre.
- Torres, G. A. (2003), *Reglas de política monetaria como ancla nominal: Evidencia de la economía mexicana*, CEMLA, México.
- Wray, R. (1990), *Money and credit in capitalist economies. The endogenous money approach*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA. Estados Unidos.