

# POLÍTICA **MONETARIA** CON OLIGOPOLIO **BANCARIO: EL GOBIERNO COMO EMISOR DE ÚLTIMA INSTANCIA Y EL SOBREENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN MÉXICO**

**GUADALUPE MÁNTEY DE ANGUIANO\***

## Resumen

Se analizan los efectos negativos de la liberalización de tasas de interés en economías emergentes, con sistemas financieros centrados en un mercado bancario imperfecto. Se destaca la inhibición del desarrollo del mercado de capitales, el papel del gobierno como emisor de última instancia y la paradójica dependencia fiscal que asume el banco central autónomo en sus operaciones de regulación monetaria. El argumento se ilustra en el caso mexicano.

**Palabras clave:** oligopolio bancario, sobreendeudamiento público, regulación monetaria.

**Clasificación JEL:** E58; E52; E44

Recibido: 8 de febrero de 2002.  
Enviado a dictamen: 22 de febrero de 2002.

Aceptado: 12 de marzo de 2002.

## Introducción

Durante el último cuarto de siglo, la mayoría de los países en desarrollo adoptó políticas macroeconómicas basadas en el modelo neoliberal, que postula la desregulación de los mercados como requisito para el desarrollo económico. Los resultados obtenidos, en términos de crecimiento del ingreso per cápita, acumulación de capital productivo, generación de ahorro interno y estabilidad macroeconómica, para este grupo de países y la economía mundial, han sido desalentadores [UNCTAD, 2001; Davidson, 1993; Correa *et al.*, 1999].

La capacidad de los gobiernos de los países, tanto industrializados como en desarrollo, para reactivar el crecimiento de sus economías con políticas fiscales contracíclicas se está viendo severamente restringida por el sobreendeudamiento público, al que han contribuido de manera creciente las operaciones de regulación monetaria realizadas por los bancos centrales.

En el presente trabajo se analizan los efectos que la desregulación y la apertura financiera ejercen en la colocación de títulos gubernamentales por encima de las necesidades presupuestarias, en economías con sistemas financieros insuficientemente desarrollados, centrados en una banca comercial oligopólica. Los argumentos se ilustrarán con el caso de México.

El estudio parte de considerar el papel estabilizador de la balanza de pagos que desempeña la política monetaria en el entorno institucional actual, caracterizado por tipos de cambio flexibles, libre movilidad internacional de capitales, mercados financieros extraterritoriales desregulados para las principales monedas de reserva, y bancos centrales autónomos, cuyo objetivo prioritario es mantener la estabilidad de los precios internos.

\* Profesora de teoría monetaria y finanzas internacionales de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), campus Acatlán. Correo electrónico <gmantey@servidor.unam.mx>. Agradezco los comentarios y sugerencias recibidos de dos árbitros anónimos, con el usual descargo de responsabilidad por los errores que subsistan.



En las primeras dos secciones se describen los argumentos teóricos a favor de la desregulación y la apertura de los servicios financieros y se hace un análisis crítico de los supuestos del modelo neoliberal y el mecanismo de transmisión de la política monetaria que considera. En la tercera sección se investigan los efectos de la liberalización de tasas de interés en mercados bancarios oligopólicos y, en la siguiente sección, sus repercusiones en el desarrollo del mercado de capitales, destacando la paradójica dependencia fiscal que asume el banco central autónomo y el papel del gobierno como emisor de última instancia.

En la quinta sección se discute la racionalidad del uso del tipo de cambio nominal como ancla antiinflacionaria por los bancos centrales autónomos.

Finalmente se proponen algunos cambios institucionales para que las políticas monetaria y fiscal contribuyan al crecimiento sostenido del ingreso y se recogen las conclusiones aplicables al caso mexicano.

### **Características del modelo desregulador**

Comenzaremos por resumir tres aspectos importantes de la desregulación financiera, que se refieren a: 1) las bases teóricas del modelo; 2) los nuevos retos que impuso a la política monetaria y 3) la manera en que se adaptaron al cambio los bancos centrales.

#### ***Bases teóricas del modelo***

Los teóricos de la corriente neoliberal, que promueven la desregulación y la apertura de los sistemas financieros como medio para acelerar el desarrollo, centran su argumento en tres premisas fundamentales:

- 1) el sistema financiero es la vía más eficiente para canalizar el excedente económico a la inversión productiva, ya que permite reducir el costo de los recursos, y asignarlos a los usos más rentables [Gurley y Shaw, 1955; Fry, 1982];
- 2) el desarrollo financiero eleva la propensión a ahorrar y acelera el crecimiento económico [McKinnon, 1974], y

- 3) la intervención del gobierno en los mercados financieros es innecesaria y costosa [Goodfriend y King, 1991], pues los mercados privados de capital son eficientes y el gobierno no tiene ventajas sobre ellos.

Este último punto ha tenido particular relevancia, ya que modificó drásticamente la instrumentación de la política monetaria, sustituyendo los mecanismos de control directo de liquidez (por ejemplo, los encajes, los depósitos obligatorios en el banco central, la ventana de redescuento, los topes a las tasas de interés, la canalización selectiva del crédito, etc.), por operaciones de mercado abierto. Se supuso que el banco central no requeriría ningún otro instrumento para controlar la cantidad de dinero en circulación, ya que ésta guardaría una relación estable con la oferta de base monetaria.

#### ***Nuevos retos para la política monetaria***

La desregulación financiera llevó a una acelerada expansión del crédito, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, lo que, junto con las innovaciones tecnológicas que redujeron los costos de transacción, ocasionó que las operaciones financieras, en particular las internacionales, crecieran mucho más aceleradamente que el ingreso nominal [Padoa-Schioppa, 1994].

La rapidez con que se realiza la transferencia electrónica de fondos, aunada al mayor volumen de transacciones y a la creciente influencia de factores internacionales en la liquidez interna, ha creado nuevos riesgos para los sistemas de pagos. Actualmente, la mayor preocupación de la autoridad monetaria ya no es el riesgo crediticio de los intermediarios o la posibilidad de un pánico financiero sino los enormes volúmenes de crédito intradía que se registran en el sistema de pagos y la ausencia de un prestamista de última instancia en el plano internacional.

De esta manera, el compromiso del banco central con la seguridad del sistema nacional de pagos ha entrado en un conflicto creciente con el objetivo de controlar la oferta monetaria (mediante operaciones de mercado abierto) para estabilizar los precios internos.



En las economías emergentes, donde la estructura financiera todavía no está suficientemente desarrollada (hay poca diversidad de instrumentos de ahorro, la oferta de títulos privados con alta calificación crediticia es escasa, los mercados de capital son delgados, etc.), el cuantioso influjo de capital externo y la desregulación del crédito interno obligan a la autoridad monetaria a demandar volúmenes importantes de valores gubernamentales con fines de estabilización monetaria. Este proceso explica el paradójico fenómeno de un sobreendeudamiento público en países con finanzas públicas equilibradas.

### *Transformación de los bancos centrales*

La expansión desregulada del crédito internacional, la desmonetización del oro, y las reformas tendientes a liberalizar y abrir los mercados financieros nacionales han conducido a una rápida expansión de la liquidez mundial y a violentos movimientos internacionales de capital especulativo. Ante la ausencia de un ancla en el sistema monetario mundial, los tipos de cambio entre las monedas han quedado sujetos a las fuerzas del mercado. En estas circunstancias, la mayor preocupación de los banqueros centrales ha sido mantener la confianza del público en sus monedas.

Para fortalecer su credibilidad y buena reputación, a los bancos centrales se les ha otorgado autonomía respecto a sus gobiernos y se les ha asignado el objetivo prioritario de mantener la estabilidad de los precios internos. Otras responsabilidades que tenían en el pasado, como la regulación de la demanda interna, el crecimiento del empleo, la canalización de recursos a actividades prioritarias, etc., han sido eliminados de su legislación.

Conviene destacar aquí que la independencia de los bancos centrales se ha contemplado de manera asimétrica, proscribiendo el financiamiento obligado del déficit público, pero sin establecer límites a la dependencia fiscal del banco emisor, como resultado de sus operaciones de regulación monetaria (mediante las operaciones de mercado abierto que realiza con valores

gubernamentales). En otras palabras, las legislaciones establecen límites máximos al crédito del banco central al gobierno, pero no se determinan montos mínimos cuando el crédito neto (préstamos menos depósitos del gobierno en el banco central) es negativo.

### **Evaluación de los supuestos del modelo desregulador**

Los modelos convencionales de política monetaria, inspirados en los trabajos pioneros de Barro y Gorgon [1983] y Rogoff [1985], se sustentan en tres supuestos que han sido intensamente controvertidos en la literatura económica: 1) el supuesto de perfecta competencia en los mercados reales y financieros; 2) el relativo a la exogeneidad de la oferta monetaria, y 3) el mecanismo directo de transmisión de la política monetaria basado en la demanda estable de dinero.

De manera alternativa se ha argumentado que una economía capitalista funciona normalmente en condiciones de competencia imperfecta, y que los servicios financieros, en particular, involucran economías de escala que promueven la formación de conglomerados oligopólicos.

Asimismo, se ha señalado que las innovaciones en los mercados financieros, el desarrollo de mercados interbancarios y el compromiso de los bancos centrales con la seguridad en los sistemas de pagos, han endogeneizado no sólo la oferta monetaria, sino también la base monetaria [Chick, 1988; Moore, 1991, Aybar y Harris, 1998]. Por otra parte, la desregulación y la apertura de los sistemas financieros, al multiplicar las fuentes de fondeo bancario y permitir a los intermediarios la gestión de pasivos, han reducido la capacidad de los bancos centrales para influir en la liquidez o en las condiciones financieras de la economía. Esto es así particularmente cuando la política monetaria se ejecuta mediante la oferta de reservas al sistema bancario y operaciones de mercado abierto [Palley, 1994; Wray 1998] y cuando la regulación y supervisión financieras las realiza una institución independiente del banco central [Padoa-Schioppa, 1994].



Finalmente, el mecanismo directo de transmisión de la política monetaria, el gasto de la oferta excedente de liquidez, ha perdido relevancia ante la evidencia empírica del último cuarto de siglo. La inestabilidad que mostraron las funciones de demanda de dinero a corto plazo estimadas con los métodos econométricos tradicionales, a partir de la década de los setenta [Laidler, 1990], hizo perder credibilidad a la teoría cuantitativa de los precios, y finalmente condujo al abandono de los agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria [Blinder, 1998]. Casi simultáneamente, la aplicación de nuevos métodos econométricos, que permitieron conocer las relaciones de corto y largo plazos entre las variables que determinan la demanda de dinero, mostró el sorprendente resultado de que la función podía ser estable, pero no era invertible para validar la teoría cuantitativa de los precios, dado que la variable representativa de la inflación era superexógena [Hendry y Ericsson, 1991].

Estas evidencias y la amplia aceptación de la teoría de la paridad de tasas de interés han contribuido a generar un nuevo consenso respecto a que el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria es el tipo de cambio.

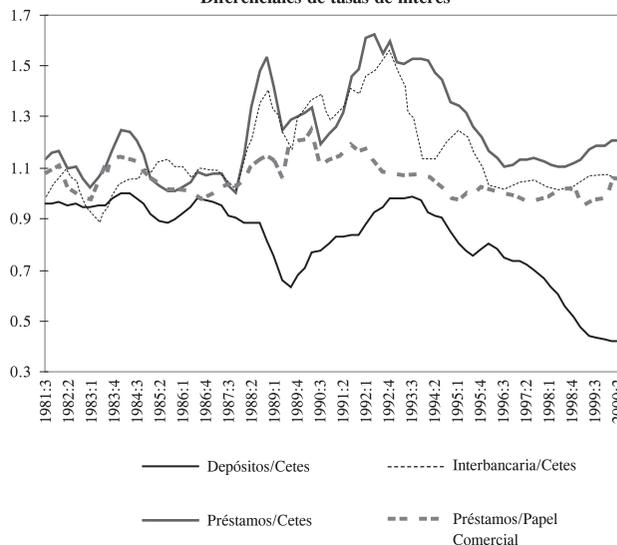
Por la brevedad de este espacio y el objetivo del artículo, que es mostrar los efectos de la desregulación financiera en el endeudamiento público, concentraremos nuestra atención en los efectos del modelo desregulador cuando no se cumplen los supuestos de competencia perfecta en los mercados reales y financieros.

### **Política monetaria con liberalización financiera y oligopolio bancario**

Los teóricos neoliberales no ignoraban que al relajar el supuesto de competencia perfecta en el mercado financiero la liberalización de tasas de interés podría tener consecuencias negativas, llevando a una ampliación del margen financiero sin incrementar la oferta de préstamos [Galbis, 1981]. Este fenómeno se ha presentado con claridad en el caso de México, desde 1988, cuando se eliminaron los topes a las tasas de interés

sobre depósitos bancarios.<sup>1</sup> A partir de ese año, las tasas reales de interés sobre depósitos han estado descendiendo, ampliándose el diferencial negativo que desde antes mostraban con relación a la tasa del activo sin riesgo (Cetes), como se aprecia en la gráfica 1.

**Gráfica 1**  
Diferenciales de tasas de interés



Este diferencial constituye un margen financiero libre de riesgo, que desalienta la concesión de créditos, particularmente en la fase recesiva del ciclo económico o en condiciones de incertidumbre. En estos periodos la demanda de los bancos por valores gubernamentales tiende a aumentar, lo que obliga a la autoridad monetaria a intervenir para evitar descensos indeseados en la tasa de interés. Así, el endeudamiento público con fines de regulación monetaria, al mismo tiempo que reduce la capacidad del gobierno para estimular la demanda agregada, alienta el racionamiento del crédito bancario.

<sup>1</sup> En un mercado financiero competitivo, es improbable que la tasa de depósitos bancarios sea inferior a la tasa del activo sin riesgo de igual plazo, pues esto sucedería sólo si los costos administrativos del banco fueran excesivamente elevados. La competencia de los intermediarios y la liberalización de tasas de interés tendería a reducir costos y a restablecer la estructura normal de rendimientos en función del riesgo.

Es interesante advertir que la relación entre la tasa de los Cetes y la tasa de préstamos bancarios ha tendido a estabilizarse, en particular tras las reformas efectuadas en 1993 para reducir la volatilidad de las tasas de interés en el mercado interbancario [Martínez-Trigueros, 1995]. Asimismo, la tasa de rendimiento del papel comercial se ha aproximado de los préstamos bancarios, lo que sugiere que la variable de ajuste que ha permitido la declinación de las tasas de interés, sin lesionar la rentabilidad bancaria, ha sido la tasa de depósitos. Esta hipótesis se ve apoyada por los resultados de la aplicación de pruebas de causalidad de Granger sobre las tres series mencionadas, y también sobre la tasa de fondeo bancario, con datos trimestrales del periodo 1978.1-2001.2, como se aprecia en el cuadro 1.

La notable reducción que se observa en la tasa de depósitos, tras la crisis financiera de 1995, puede expli-

carse por dos factores. Primero, por el fortalecimiento del oligopolio del sector bancario, como consecuencia de las innovaciones financieras, que han reducido el uso de efectivo en las transacciones (como las tarjetas de débito y crédito), y otras reformas institucionales que le han permitido contar con depositantes cautivos, como las cuentas de nómina, el saldo mínimo en las cuentas de cheques y el uso de éstas como puente en los contratos bancarios de inversión a plazo con garantía de valores. En segundo lugar, por la creciente integración del mercado financiero mexicano al mercado mundial, y la dificultad de los bancos para colocar préstamos entre las empresas más solventes a tasas superiores a las que prevalecen en el mercado internacional; en tales circunstancias, el margen financiero queda limitado por la tasa activa y sólo puede ampliarse mediante reducciones en la tasa pasiva.

**Cuadro 1**  
**Pruebas de causalidad de Granger sobre diversas tasas de interés (1)**  
Periodo 1978:1 - 2001:2

<i>Hipótesis nula</i>	<i>Número de rezagos</i>					
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
Tasa de préstamos no causa tasa interbancaria	0.90737	0.56118	0.73517	0.81196	0.72199	0.86980
Tasa interbancaria no causa tasa préstamos	0.07389	0.30210	0.16366	0.22626	0.32312	0.45902
Tasa de Cetes no causa tasa interbancaria	0.00005	0.00006	0.00018	0.00024	0.00101	0.00161
Tasa interbancaria no causa tasa de Cetes	0.07889	0.13037	0.13181	0.25781	0.20099	0.34760
Tasa de depósitos no causa tasa interbancaria	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00001	0.00004
Tasa interbancaria no causa tasa de depósitos	0.01358	0.04757	0.23544	0.24844	0.38099	0.61111
Tasa de Cetes no causa tasa de préstamos	0.00000	0.00002	0.00001	0.00001	0.00004	0.00011
Tasa de préstamos no causa tasa de Cetes	0.02369	0.10843	0.16526	0.18130	0.08521	0.08209
Tasa de depósitos no causa tasa de préstamos	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00001	0.00003
Tasa de préstamos no causa tasa de depósitos	0.01325	0.05383	0.08641	0.15812	0.28633	0.30382
Tasa de depósitos no causa tasa de Cetes	0.07416	0.04281	0.04627	0.02320	0.00713	0.01847
Tasa de Cetes no causa tasa de depósitos	0.31869	0.12899	0.52488	0.16147	0.02222	0.03730

(1) Probabilidad de F, estimada con las series diferenciadas para hacerlas estacionarias.



Adicionalmente, como señalábamos anteriormente, la apertura y desregulación de los servicios bancarios ha permitido a los bancos comerciales diversificar sus fuentes de fondeo y adaptarlas a la demanda de crédito. En consecuencia, no cabe esperar que la tasa de reportos de Cetes y/o la tasa interbancaria ejerzan una influencia determinante en la oferta de préstamos; más bien deben considerarse como elementos que, junto con otros como las tasas de interés externas y las expectativas cambiarias, influyen en la conducta de los banqueros.

El hecho de que en México la tasa primaria de rendimiento de los Cetes se determine mediante subasta, en un mercado mayorista al que sólo tienen acceso los intermediarios financieros, hace suponer que aquella constituye al mismo tiempo la tasa de equilibrio del mercado<sup>2</sup> y la tasa líder; es decir, a la cual los inversionistas preferirán mantener sus ahorros en el país y con la cual el banco central sostiene el tipo de cambio que le permite cumplir su objetivo inflacionario. Las pruebas de causalidad señaladas en el cuadro 1 apoyan esta hipótesis; en ellas puede apreciarse que son las tasas de rendimiento de los Cetes las que determinan las tasas de fondeo<sup>2</sup> e interbancarias, y no al revés, como sucedería en un mercado financiero que operara en competencia perfecta.

Lo anterior indica que la autoridad monetaria ha logrado reducir la dispersión de las tasas de interés, reduciendo los diferenciales entre las de fondeo, interbancaria y de rendimiento de los Cetes, pero no determina su nivel. Este dependerá de las condiciones prevalecientes en el mercado financiero internacional, las expectativas sobre el tipo de cambio, la demanda de préstamos, la confianza de los banqueros y las posibilidades de que se pueda abatir aún más la tasa de depósitos.

Mucho de lo arriba expuesto ha sido captado en los modelos VAR elaborados por el Banco de México para las tasas de fondeo y de los Cetes [Castellanos, 2000].

<sup>2</sup> La tasa de fondeo es la que se paga en operaciones de reporto de Cetes.

Es interesante destacar que en ellos las dos tasas se ven influenciadas por las mismas variables, pero en tanto la constante es significativa para la de fondeo, no sucede lo mismo para la tasa primaria de los Cetes. Este resultado reitera la conclusión de un trabajo previo de la autora, donde se demuestra que, a partir de 1988, cuando se liberaron totalmente las tasas de interés, los diferenciales entre la interbancaria y la de los Cetes dejaron de estar influidos por la oferta de reservas, y la primera se ha determinado por un margen estable sobre la segunda [Mántey, 1997].

Todo esto es congruente con lo que indican las pruebas de causalidad que hemos presentado, en el sentido de que las variaciones en la tasa primaria de los Cetes preceden a los cambios en la tasa de fondeo y no al revés; al igual que con la evidencia de los dos últimos renglones del cuadro 1, que exhiben una influencia de la tasa de depósitos sobre la tasa de Cetes.

La interpretación que hemos hecho también es consistente con la inestabilidad que informa el Banco de México [1999, 2001] en la relación entre la magnitud del “corto” y las tasas de interés real. Si se acepta que la tasa líder en México es la que se determina en la subasta primaria de Cetes, la ausencia de una relación sistemática entre el “corto” y las tasas de mercado evidencia el comportamiento pragmático del banco central, que utiliza el objetivo de saldos acumulados para aproximar las tasas de fondeo e interbancaria a la tasa líder del mercado.<sup>3</sup>

La conclusión a la que llegamos es que, como resultado del oligopolio bancario, en México la tasa de depósitos cautivos influye en la tasa primaria de los Cetes demandada por los bancos y ésta determina la conducta acomodaticia que sigue el banco central (por medio del “corto”) para aproximar las tasas de fondeo e interbancaria a la líder. La intervención diaria del instituto

<sup>3</sup> En este artículo se considera que aún cuando el endeudamiento público mantenga una proporción estable respecto al PIB, se dará un sobreendeudamiento si el gobierno emite pasivos en exceso de su déficit presupuestal.

emisor en el mercado de dinero no tiene como fin controlar el *nivel* de la tasa de interés de mercado, sino solamente mantener condiciones ordenadas en el mercado de títulos gubernamentales para reducir su volatilidad.

Actuando de esta manera ante las demandas de la banca comercial, el Banco de México logra que los efectos de las perturbaciones (tanto internas como externas), que de otra manera afectarían al tipo de cambio y al nivel de la tasa de interés, se concentren en esta última. Mediante esta política, el banco central estabiliza el tipo de cambio y logra abatir la inflación [Martínez *et al.*, 2001].

### **Limitaciones al desarrollo financiero con un mercado bancario oligopólico**

Las imperfecciones en el mercado bancario que hemos señalado repercuten en otros segmentos del mercado financiero, particularmente en el mercado de capitales, dificultando su ampliación y profundización.

La evidencia empírica muestra que en los sistemas financieros centrados en la banca comercial, el desarrollo de los mercados privados de capital se ha fizado en la emisión de valores bancarios, siendo las instituciones monetarias las que han transformado los plazos y canalizado los ahorros a la inversión productiva con la emisión de títulos de deuda indirecta y la adquisición de deudas directas y participaciones de capital de empresas privadas [Studart, 1995].

Cuando hay oligopolio en el mercado bancario, con oligopsonio en el mercado mayorista de valores gubernamentales, y se genera un margen financiero libre de riesgo (por ejemplo, porque la tasa de rendimiento de los valores públicos es superior a la de los depósitos bancarios), los intermediarios financieros tienen pocos incentivos para colocar títulos de deuda indirecta en el mercado bursátil a fin de dar financiamiento a largo plazo a las empresas. La oferta de valores privados entonces se limita al papel comercial de corto plazo y a participaciones de capital de las empresas más grandes, cuyos rendimientos se mantienen cercanos a la tasa de equilibrio del activo sin riesgo, ya que las

emisoras, por su calidad crediticia y tamaño, tienen acceso a otras fuentes de recursos en el exterior.

Sin la intermediación bancaria en el mercado de valores, las empresas medianas y pequeñas tienen pocas posibilidades de ingresar al mercado de capitales. Las colocaciones privadas de sus títulos, para abastecer las carteras de inversión privadas, tendrían que realizarse por medio de los mercados de mostrador bancarios (otc), y sería contrario al interés de la misma banca comercial que ofrecieran al ahorrador rendimientos demasiado elevados con relación a la tasa de depósitos. Si los fondos privados de inversión son administrados por las instituciones bancarias cabe esperar que éstas nivelen los rendimientos con su tasa de depósitos mediante el cobro de comisiones elevadas; esto lo pueden hacer coludidamente, gracias al oligopolio bancario.

Al aplicarse políticas de desarrollo del mercado financiero en una economía cuyo sector bancario es oligopólico, la escasez de emisores de valores privados con alta calidad crediticia obliga al gobierno a abastecer la demanda de títulos que se genera para las carteras privadas, particularmente de los inversionistas institucionales.

Este fenómeno se exagera si la política monetaria se orienta a estabilizar el tipo de cambio nominal mediante altas tasas de interés real. En México, por ejemplo, la apertura de la cuenta de capitales obliga al gobierno a pagar el rendimiento que los bancos le demandan en las subastas primarias de Cetes y se ha convertido en el garante de la estabilidad cambiaria.

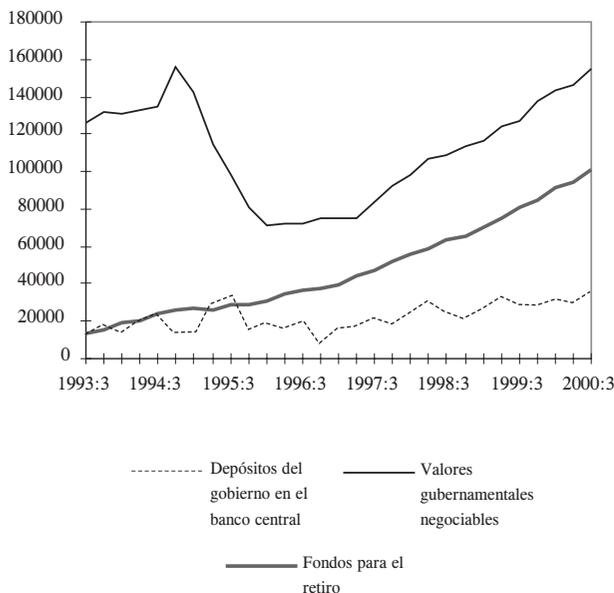
Paradójicamente, la política monetaria orientada a elevar el ahorro interno, y estabilizar el tipo de cambio nominal incentiva a los bancos a fondearse en el exterior, ya que la tasa de préstamos y el margen financiero se elevan, al mismo tiempo que se reduce el riesgo cambiario. Asimismo, esta política atrae flujos de capital externo que buscan inversiones financieras de alto rendimiento y bajo riesgo cambiario. La monetización de las entradas de capital, y la consecuente expansión del crédito interno, obligan a la autoridad monetaria a rea-



lizar operaciones de esterilización para sostener la tasa de interés, presionando al gobierno a actuar como emisor de última instancia.

La gráfica 2 muestra el rápido crecimiento que han tenido las colocaciones de valores gubernamentales que ha realizado el Banco de México con fines de regulación monetaria durante la última década. En ella puede apreciarse que las operaciones de esterilización del banco central están definiendo la tendencia de la deuda pública interna negociable y que un factor determinante de este endeudamiento público en exceso de las necesidades presupuestarias ha sido la evolución de los inversionistas institucionales, en particular los fondos privados de pensiones.

Gráfica 2



plia participación de los valores privados de alta calidad crediticia en sus inversiones de cartera, y la oferta de éstos es escasa, los rendimientos serán bajos, pues los bancos sólo emitirían títulos de deuda a tasas de rendimiento similares a la de los depósitos, que es inferior a la tasa de equilibrio del mercado. Alternativamente, si la legislación establece una amplia participación para los valores gubernamentales, la dinámica de los fondos privados de pensión terminará por generar una pesada carga fiscal, tal como sucedió con el sistema de pensiones público de reparto que le precedió [Levy y Mántey, 2001].

Al finalizar 1998 los fondos privados de pensiones de México tenían invertido en valores gubernamentales 95% de su cartera, en tanto que los valores bancarios ocupaban únicamente 2% y no se registraban participaciones en sociedades de inversión. A la misma fecha, los fondos de pensiones brasileños invertían sólo 7% de sus carteras en valores gubernamentales; pero su participación en sociedades de inversión representaba el 33% de su portafolio. En Chile, mientras tanto, los valores gubernamentales ocupaban 41% de la cartera de estos intermediarios, y 32% correspondía a deudas indirectas de los intermediarios financieros [Yermo, 2000].

En México, la insuficiente oferta interna de valores privados con alta calificación afecta también a otros inversionistas institucionales, como las sociedades financieras, las compañías de seguros, etc., los cuales, al invertir sus reservas en valores gubernamentales, presionan al alza sus precios en el mercado (y a la baja sus rendimientos), forzando al banco central a intervenir para ampliar la oferta de valores gubernamentales.

La necesidad de remunerar adecuadamente los fondos para el retiro, a fin de que en el futuro no representen deuda pública (por las pensiones mínimas que el Estado se ha comprometido a cubrir cuando la capitalización individual sea insuficiente), pone un dilema en la regulación de las administradoras. Si se permite una am-

El gobierno se ha convertido así, en emisor de última instancia. Es evidente que el presupuesto público no permite asumir el compromiso de generar rentas adecuadas para las carteras de los inversionistas privados y que el sector bancario debe asumir el papel que le corresponde en la intermediación financiera, como transformador de plazos.



Lamentablemente, el diferencial entre la tasa de depósitos bancarios y la de los Cetes (por ejemplo, la tasa de equilibrio) genera incentivos para que el sector bancario se comporte como rentista del gobierno, en lugar de asumir su función de intermediación para la transformación de plazos. En el cuadro 2 se aprecia que actualmente cerca de una tercera parte de los activos de la banca comercial proceden de operaciones con valores del gobierno, el Banco de México y el IPAB, sea por tenencia directa, o bien por ventas en reporto y crédito asociado a estas operaciones, mientras que el financiamiento al sector privado no financiero, por medio de crédito y tenencia de valores, representa menos de 15% de los activos bancarios.

Las ventas de valores gubernamentales con garantía de recompra, que los bancos hacen a las empresas no financieras, permiten a éstas obtener un rendimiento sobre sus tesorerías por encima de la tasa de depósitos, aunque no tan alto como la tasa de equilibrio, porque a ésta debe deducirse la comisión que percibe la institución financiera.

Esta intermediación de valores está desplazando a la tradicional de depósitos a la vista y créditos en cuentas de cheques. Como consecuencia de ello, también ha variado la forma en que actúa el prestamista de última instancia. Antes, cuando un banco se veía en problemas por haber expandido en exceso su crédito, acudía al Banco de México, que le proporcionaba la liquidez necesaria para mantener en condiciones ordenadas el sistema de pagos. Actualmente, los bancos que expanden en exceso sus operaciones de reporto también reciben el apoyo del banco central, mediante las operaciones de regulación monetaria; éstas incrementan la oferta de valores gubernamentales, a fin de evitar que sus precios se eleven (y la tasa de rendimiento baje).

Una importante diferencia en la regulación monetaria por medio de valores es que tiene un costo en términos de la tasa de interés que devengan, lo que no sucede con el señoreaje. La carga fiscal directa de las colocaciones de valores del gobierno federal con propósitos

**Cuadro 2**  
**Estructura de recursos de la Banca Comercial**  
(Octubre de 2001)

	<i>Miles de millones de pesos</i>	<i>%</i>
<b>Recursos totales</b>	<b>3,927.6</b>	<b>100.0</b>
De los cuales:		
<b>Disponibilidades</b>	257.5	6.5
<b>Cartera de títulos y valores</b>	1,178.0	30.0
De los cuales:		
Gobierno Federal (negociables)	42.0	1.1
Brems y bonos del IPAB	29.0	0.7
Sector privado no bancario	39.5	1.0
No negociables (incluye intereses)	537.4	13.7
Fobaproa	314.5	8.0
Gobierno Federal	84.2	2.1
Intereses	138.7	3.5
Títulos vendidos en reporto	425.11	0.8
De los cuales:	266.7	6.8
Gobierno Federal	46.2	1.2
IPAB		
Banco de México (Brems)	23.8	0.6
<b>Crédito</b>	779.9	19.9
Del cual:		
Al sector privado no bancario	531.1	13.5
A intermediarios financieros	153.3	3.9
<b>Préstamos por operaciones de reporto</b>	213.5	5.4
<b>Futuros, contratos adelantados, etc.</b>	1,098.6	28.0

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

de regulación monetaria (Bondes y Cetes, principalmente) ha disminuido en los últimos dos años, pero se ha transferido al Banco de México y al IPAB, por medio de los Brems y los bonos emitidos por este último. Estos nuevos títulos devengan intereses aun superiores al rendimiento de los valores gubernamentales y son igualmente intermediados con reportos; de acuerdo con estadísticas del Banco de México, a mediados de 2001 más de 95% de ellos estaba en poder del sector privado no bancario.



## Racionalidad de la política monetaria del banco central autónomo

El Banco de México, al igual que otros institutos centrales autónomos a los que se ha asignado como objetivo prioritario el control de la inflación, ha desempeñado su función atendiendo al mecanismo de transmisión de la política monetaria que la estructura institucional de la economía determina.

La historia económica reciente de México ofrece al menos tres evidencias que indican que el mecanismo de transmisión por medio del tipo de cambio es el que predomina. La primera fue observable durante el periodo del *desarrollo estabilizador*, donde la inmovilidad del tipo de cambio contribuyó a que por más de una década se logra un alto crecimiento con estabilidad de precios.

Años después, tras la crisis de la deuda de 1982, la experiencia inflacionaria con programas ortodoxos de estabilización basados en la depreciación cambiaria, y la posterior estabilización monetaria mediante la aplicación de programas heterodoxos de congelamiento del tipo de cambio, de nuevo pusieron en evidencia que el mecanismo de transmisión de la política monetaria por medio del tipo de cambio era el dominante.

Finalmente, el efecto inflacionario de la crisis cambiaria de 1995, y la posterior estabilización de los precios, al tiempo que la afluencia de capital externo ha inducido una apreciación del peso, han reiterado la importancia de esta variable para el objetivo prioritario de la política monetaria.

Cuando al banquero central de una economía en que predomina este mecanismo de transmisión se le asigna como único objetivo el control de la inflación, su conducta racional será estabilizar el valor nominal del tipo de cambio. Desde esta perspectiva, la política del Banco de México, al establecer la tasa líder mediante subasta entre los intermediarios financieros, es adecuada; pues de esa manera evita fugas de capital y contribuye a estabilizar el tipo de cambio nominal.

Atender las consecuencias negativas que se derivan de las imperfecciones del mercado bancario, como el sobreendeudamiento público, la estrechez y poca profundidad del mercado de capitales, la pérdida de competitividad de las exportaciones, el lento crecimiento del ingreso y el empleo, y la cartera bancaria vencida que ello genera, no se consideran en la Ley Orgánica del Banco de México como restricciones para el cumplimiento del objetivo antiinflacionario.

Este ordenamiento jurídico libera al banco central de cualquier compromiso con el financiamiento del déficit público, pero no pone límites a la dependencia de dicho banco respecto a los depósitos de valores gubernamentales con fines de regulación monetaria. La autonomía así definida es asimétrica y significa que el instituto emisor no responde a las demandas de financiamiento del gobierno, pero lo somete a los vaivenes de los mercados financieros internacionales.

## Alternativas de política bancaria para el crecimiento

El desvío que ha mostrado la banca comercial de su compromiso con el desarrollo económico, reduciendo su participación en la canalización del ahorro a la inversión productiva, y fincando su rentabilidad en el aprovechamiento de rentas oligopólicas y actividades especulativas con productos derivados, ha sido propiciado por dos factores que pueden modificarse mediante adecuadas reformas institucionales. El primero es la segmentación del mercado de capitales, resultante de la colocación primaria de valores gubernamentales por subasta, en un mercado mayorista en que los intermediarios financieros actúan coludidamente.

El segundo es la limitación de objetivos asignados al Banco de México, que se circunscriben a la estabilidad de los precios internos y la seguridad del sistema de pagos, lo cual, como se señaló, induce políticas de sobrevaluación cambiaria mediante altas tasas de interés real.

Evidentemente, la estructura oligopólica del mercado bancario no es susceptible de modificarse por decreto.

Pero el reconocimiento de esta imperfección del mercado aconseja mantener cierta discrecionalidad en el manejo de las tasas de interés pasivas [Galbis, 1981].

En el pasado, el Banco de México establecía las tasas que los bancos comerciales debían pagar por cada tipo de depósitos y si la demanda de créditos era inferior a la captación, remuneraba las reservas excedentes que los bancos depositaran en el instituto emisor, a fin de no causarles pérdidas, pero tampoco asegurarles un margen financiero [Mántey, 1997]. La discrecionalidad en el manejo de la tasa de depósitos a la vista es una prerrogativa que muchos bancos centrales han retenido, aun cuando han liberalizado las demás tasas de interés.<sup>4</sup> Regresar a esta medida sería saludable, ya que al reducirse el margen financiero libre de riesgo, los bancos tendrían incentivos para destinar una mayor parte de sus recursos al crédito a actividades productivas.

Otra reforma deseable sería la asignación de una triada de objetivos al banco central que incluyera, además de su actual responsabilidad respecto a la estabilidad de los precios internos, otros dos compromisos: uno con la estabilidad del tipo de cambio *real*, que preserve la competitividad externa de las exportaciones, y el otro, con el nivel de demanda agregada, que haga viable el pago de las deudas existentes. La importancia de este último punto, en el análisis teórico, fue señalada inicialmente por Minsky [1982]; y empíricamente, se ha manifestado en la elevada magnitud que han alcanzado los rescates bancarios posteriores a las crisis financieras de la última década, por el riesgo sistémico asociado a la contracción de la actividad económica.

Estas reformas eliminarían el sesgo de la política monetaria hacia la sobrevaluación del peso y el riesgo de crisis cambiarias periódicas; desalentarían las actividades rentistas de la banca comercial y el consecuente endeu-

damiento público más alta de las necesidades presupuestarias; contribuirían al sano desarrollo del mercado de capitales y estimularían el crecimiento del ingreso, lo que en última instancia se traduciría en una mayor solvencia de los intermediarios financieros y en menores costos fiscales del seguro de depósitos.

## Bibliografía

- Aybar S., y L. Harris [1998], "How credible are credibility models of central banking?", en P. Arestis y M.C. Sawyer (eds.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Banco de México [1999], *Informe sobre la política monetaria*, México, septiembre.
- \_\_\_\_\_ [2000], *Informe Anual*, México.
- Barro R.J. y D.B. Gordon [1983], "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, núm. 12.
- Blinder, A.S. [1998], *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Massachusetts.
- Castellanos, S.G. [2000], "El efecto del 'corto' sobre la estructura de tasas de interés", Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, núm. 2000-2001, junio.
- Chick, V. [1990], "The evolution of the banking system and the theory of monetary policy", en S.F. Frowen (ed.), *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, MacMillan, Londres.
- Cole, D., H. Scott y P. Wellons [1995], *Asian Money Markets*, Oxford University Press.
- Correa, E., A. Girón e I. Martínez [1999], *Globalidad, crisis y reforma monetaria*.
- UNAM-CELAG-UAM, M.A. Porrúa, México.
- Davidson, P. [1993], "Reforming the world's money", *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 15, núm. 2.
- Fry, M.J. [1990], *Dinero, interés y banca en el desarrollo económico*, CEMLA-Felaban, México.
- Galbis, V. [1981], *Aspectos teóricos de las políticas de tasas de interés en países en desarrollo*, CEMLA, Ensayos, México.
- Goodfriend, M. y G. King [1991], "Desregulación financiera, política monetaria y banca central", en L.

<sup>4</sup> En Corea e Israel, por ejemplo, el uso de instrumentos de mercado en la conducción de la política monetaria, y la liberalización de tasas de interés, no ha sido obstáculo para establecer límites a ciertas tasas de interés estratégicas, como las de depósitos a la vista o a muy corto plazo [Cole *et al.*, 1995 y Kamin, *et al.* 1998].



- Bendesky (comp.), *El papel de la banca central en la actualidad*, CEMLA -Banco de España, México.
- Gurley, J.G. y E.S. Shaw [1955], “Financial aspects of development”, *American Economic Review*, septiembre.
  - Hendry, D.F., y N.R. Ericsson [1991], “An econometric analysis of U.K. money demand in ‘Monetary trends in the United States and the United Kingdom’ by Milton Friedman and Anna J. Schwartz”, *American Economic Review*, vol. 81, núm. 1.
  - Kamin S., P. Turner y J. Van’t dack [1998], “The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies”, Bank for International Settlements (BIS), *Policy Papers*, No. 3, Basle, January.
  - Laidler, D. [1990], “Understanding velocity: new approaches and their policy relevance”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 12, núm. 2.
  - Levy, N., y G. Mántey [2001], “Private pension funds in oligopolistic financial markets: some qualifications to conventional theory of financial development”, ponencia presentada a la Third Annual Conference of the Association of Heterodox Economics, efectuada en Londres, 7-8 de julio de 2001.
  - Mántey, G. [1997], “Efectividad de la política monetaria en el sistema financiero mexicano liberalizado”, en A. Sánchez-Daza (comp.), *Lecturas de política monetaria y financiera*, UAM Azcapotzalco, México.
  - Martínez-Trigueros, 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.
  - \_\_\_\_\_, O. Sánchez y A. Werner [2001], “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, Banco de México, *Serie Documentos de Investigación*, No. 2001-2, marzo.
  - McKinnon, R.I. [1974], *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, Estudios, México.
  - Minsky, H. P. [1982], “The financial instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy”, en Ch. P. Kindleberger y J. P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.
  - Moore, B.J. [1991], “Money supply endogeneity: ‘reserve price setting’ or ‘reserve quantity setting’?”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, vol. 13, núm. 3.
  - Padoa-Schioppa, T. [1994], *Adapting Central Banking to a Changing Environment*, FMI, Washington.
  - Palley, T.I. [1994], “Competing views of the money supply process: theory and evidence”, *Metroeconomica*, vol. 45, núm. 1.
  - Rogoff, K. [1985], “The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target”, *Quarterly Journal of Economics*, núm. 100, noviembre.
  - Studart, R. [1995], *Investment Finance in Economic Development*, Routledge, Londres.
  - UNCTAD [2001], *World Development Report, 2001*, UNCTAD, Nueva York, 2001.
  - Wray, L.R. [1998], *Understanding Modern Money*, Edward Elgar, Cheltenham.
  - Yermo, J. [2000], “Inversionistas institucionales en América Latina: tendencias recientes y desafíos de la regulación”, en OECD, *Inversionistas institucionales en América Latina*, París.

