

# LIMITACIONES DE LA POLÍTICA MONETARIA EN ESCENARIOS DE RESTRICCIÓN CREDITICIA Y FINANCIARIZACIÓN

*Nora C. Ampudia Márquez\**

Fecha de recepción: 10 de enero de 2010. Fecha de aceptación: 20 de abril de 2010.

## *Introducción*

La crisis económico-financiera de 2008-2009 no es más que el resultado de un fenómeno que se fue gestando de manera paralela a los cambios estructurales creados por la innovación tecnológica, la ingeniería financiera, la liberalización de la cuenta de capitales, de los mercados financieros, la apertura externa, el repliegue de la política económica en general y la globalización económica, financiera y de las ideas<sup>1</sup>. Estos fenómenos, en conjunto, generaron las condiciones necesarias para que los agentes económicos, especialmente las empresas transnacionales y las instituciones financieras, operaran sin restricción alguna en una búsqueda desenfadada por la ganancia de corto plazo. Todo ello enmarcado por el fundamentalismo de mercado, a través de diversas instancias, una de ellas el Consenso de Washington (Williamson, 1990)<sup>2</sup>.

---

\* Profesora-investigadora de la Universidad Panamericana, plantel Guadalajara. Correo electrónico: nampudia@up.edu.mx. Este trabajo fue presentado en el marco del IX Seminario de Economía Fiscal y Financiera: Estructura e Instituciones Financieras: Quiebra y Reorganización Nacional, Regional e Internacional, del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, en marzo de 2009.

<sup>1</sup> Entiendo como globalización de las ideas el proceso irreflexivo de manejar conceptos y aplicarlos indiscriminadamente en explicaciones, estudios, análisis y en fin, en todos los procesos de comunicación a través de los medios, en especial aquéllos referentes a las ventajas y eficiencias del “libre mercado”, de forma que analistas financieros, burócratas, asociaciones patronales, diputados, senadores, abogados y gremios en general toman como receta y repiten las ideas en una especie de moda del lenguaje.

<sup>2</sup> El Consenso de Washington es una lista de políticas económicas consideradas las más ade-

Estos cambios estructurales han generado un crecimiento exponencial de los inversionistas institucionales, los mercados financieros, los instrumentos financieros sintéticos o estructurados<sup>3</sup> y su rentabilidad. Las operaciones de la banca comercial dejaron de ser las de mayor peso en el sistema financiero, mientras que las grandes sociedades y bancos de inversión, fondos mutualistas y de pensiones, compañías de seguros y tesorerías de las transnacionales tomaron su lugar. La lógica de operación de este tipo de instituciones financieras es lograr el máximo rendimiento en el menor plazo posible, lo que genera un ambiente propicio para las burbujas financieras o inflación financiera y la volatilidad de los mercados (Ampudia, 2001: 101).

El vertiginoso crecimiento de activos y pasivos financieros<sup>4</sup> no fue detectado de manera oportuna por las autoridades monetarias correspondientes, al grado de que en estos momentos se plantea que los bancos centrales deben modificar su papel y ampliar el marco prudencial y de alertas oportunas, además de reforzar la responsabilidad de preservar la estabilidad financiera<sup>5</sup> (Carstens, 2010; Blanchard, 2009).

Ante el proceso de globalización y esta nueva estructura financiera internacional, se debilitó el papel de la banca comercial como institución que proporciona fondos a la actividad productiva; la banca misma se sumó al manejo de los instrumentos financieros estructurados, y el predominio de los mercados financieros bursátiles y de riesgos favoreció a un sector de instituciones financieras con un mercado mucho más volátil, con menor regulación y mayor dispersión, y con gran sensibilidad a la rentabilidad especulativa de corto plazo. La banca creó toda una

---

cuadas para generar estabilidad macroeconómica; ha sido elaborado y recomendado por los organismos financieros internacionales y centros económicos con sede en Washington DC y sintetizado por John Williamson en 1990, en su famoso documento *What Washington means by policy reform*. Supone una guía para la aplicación de un plan económico por parte de los países latinoamericanos en búsqueda del crecimiento económico con estabilidad.

- <sup>3</sup> Un instrumento financiero estructurado o sintético es un activo financiero de renta fija ligado a instrumentos derivados, es decir, una combinación de dos o más instrumentos financieros que facilitan una eficiente combinación de rentabilidad y riesgos; su objetivo es generar rendimientos superiores a los proporcionados por instrumentos financieros comunes. Estos instrumentos están indexados a tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles, materias primas, fondos de inversión, etcétera.
- <sup>4</sup> En 2006 la capitalización bursátil total de los mercados de valores en el mundo era de US \$50.6 billones, 4% más que la producción económica; el valor de los bonos nacionales e internacionales era 40% mayor; el valor de los títulos garantizados por hipotecas, acciones y otras obligaciones de deuda colateralizada era mayor a US \$3 billones, en tanto que el valor de derivados financieros extrabursátiles estaba por encima de US \$400 billones (Ferguson, 2010).
- <sup>5</sup> Se plantea ampliar el marco macroprudencial tomando en cuenta los aspectos relacionados con los *booms* crediticios, la construcción de riesgos sistémicos y los fenómenos de volatilidad del precio de los activos.

serie de conductos y vehículos estructurados de inversión a fin de mantener los activos de riesgo fuera de sus balances contables, también modificó su forma de hacer negocios (Ferguson, 2010: 22).

Finalmente, la política económica vio reducidos sus grados de libertad, muy en particular la política monetaria, cuyos mecanismos y canales de transmisión se modificaron ante el nuevo papel de los agentes financieros y sus estrategias de financiamiento, manejo de flujo de efectivo y formación de precios.

El modelo de operación de la banca comercial se ha transformado tomando en cuenta las alternativas de financiamiento que se le presentan en los mercados internacionales de capitales y participando activamente en el mercado de derivados y productos estructurados para protegerse ante la volatilidad de los precios de los activos. Los precios de los nuevos mercados de productos derivados son sumamente sensibles respecto a las tasas de interés y al tipo de cambio, lo que genera efectos directos en la determinación de los precios de dichos productos y reacciones adicionales no contempladas por los tradicionales mecanismos de transmisión de la política monetaria.

Entender el panorama económico actual implica poseer una visión más amplia, integrada, sistémica y reflexiva<sup>6</sup> (Soros, 1999) de los fenómenos promovidos por la extrema liberalización de los mercados, supone también tener una comprensión antropológica mucho más profunda sobre lo que representa el libre mercado en el contexto de la avaricia y la especulación, de las expectativas y el contagio, el pánico y las manías, de la economía casino y de los problemas de confianza y credibilidad. Una visión parcial de estos fenómenos genera teorías equivocadas, soluciones insuficientes, que pueden derivar en graves problemas económicos con sus consecuentes efectos sociales.

La complejidad y gran variedad de los nuevos instrumentos financieros implican que sus precios sufran un ajuste continuo y muy sensible a la volatilidad, el tiempo de vencimiento, la aceleración y las modificaciones en las tasas de interés y tipos de cambio en el mercado, bajo un contexto muy dinámico de la oferta y la

---

<sup>6</sup> *Sistémico* significa que implica a la totalidad de un sistema social e institucional, de forma que la economía no es un compartimiento especial de una organización social, sino que comprende un funcionamiento orgánico del sistema en su conjunto. *Reflexivo* se refiere a la hecho de que las acciones ejecutadas por los agentes económicos impactan la situación económica y con dicho impacto modifican las decisiones y acciones a futuro, es decir que nuestro pensamiento y la forma de actuar influyen activamente en los hechos en los que participamos, de forma que tales hechos reflejan la repercusión de sus decisiones. El futuro que intentan prever depende de las acciones realizadas hoy.

demanda, mientras que en el sector real de la economía los precios se muestran mucho menos flexibles que los precios de los activos financieros, en especial de los derivados, que por su construcción impactan ampliamente la rentabilidad de las empresas financieras y las decisiones de inversión en activos fijos y financieros de las empresas en general.

### ***Crisis de rentabilidad y financiarización***

Durante la década de 1970, la actividad productiva presentó una crisis de rentabilidad que se sumó a la tendencia descendente de las tasas de interés durante los ochenta y principios de los noventa, lo que motivó tanto a las empresas como a la banca comercial a buscar alternativas de rendimiento que la ingeniería financiera y la globalización facilitaron mediante la creación de los productos financieros estructurados o sintéticos que en el muy corto plazo permitieron generar rendimientos superiores a los existentes, diversificando y traspasando los riesgos entre los operadores financieros.

Las ideas promovidas por Michael Jensen de la Harvard Business School en la década de 1980 (Jensen, 1970), que establecían que los mercados financieros siempre aciertan en los precios y que por lo tanto lo mejor que pueden hacer los jefes de las empresas, no sólo en su provecho sino en beneficio de la economía, es maximizar los precios de sus acciones, pusieron en el centro de la globalización de las ideas la noción de los mercados eficientes de Eugene F. Fama, bajo el supuesto de que cada inversor equilibra razonablemente el riesgo y la recompensa (Fama, 1970<sup>7</sup>; Krugman, 2009), lo que generó el inicio del fenómeno de la financiarización de las empresas e instituciones, a la par que el Consenso de Washington promovió la liberalización de los mercados financieros.

Este fenómeno ha sido expuesto desde diversos puntos de vista; en algunos casos se le ha explicado como un proceso por el que los flujos financieros se desentienden de la actividad productiva y se reproduce el capital a través de la reinversión financiera y la especulación (Torres, 2007), en otros, como un fenómeno creciente de los mercados financieros, las instituciones, y las élites financieras que operan en la economía, acompañadas de las instituciones rectoras del gobierno, tanto en el ámbito nacional como internacional (Epstein, 2001), y finalmente como un proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional.

---

<sup>7</sup> Capital Asset Pricing Model, o CAPM.

La financiarización proporcionó a los accionistas de las empresas y sus directivos, bajo el modelo del gobierno corporativo<sup>8</sup>, la facilidad de la ganancia de corto plazo mediante el manejo de instrumentos financieros complejos, sacrificando los procesos productivos de mediano y largo plazos a cambio de altas tasas de rentabilidad financiera y elevado riesgo, altamente susceptibles a los movimientos de las tasas de interés y del tipo de cambio, generando nuevas prácticas empresariales que se enfocaron en la reingeniería y la reducción de los costos, impactando las decisiones empresariales sobre la gestión del beneficio, del flujo de efectivo y la formación de precios, optando por la reinversión en activos financieros y productos estructurados más que en activos fijos como maquinaria y equipo (Gutiérrez y Albarracín, 2008).

De esta forma se inhibe la inversión productiva y la formación bruta de capital<sup>9</sup> porque los grandes accionistas de las empresas retienen el mayor excedente, ellos mismos exigen una mayor rentabilidad para su dinero en el corto plazo, retroalimentando el proceso de reducción de la tasa de beneficios de la actividad productiva y la financiarización de sus empresas mediante su incursión en los mercados de capitales y de dinero y mediante operaciones de fusiones y adquisiciones<sup>10</sup>. Como resultado, la rentabilidad empresarial ya no descansa en la actividad productiva, la generación de bienes y servicios y la generación de empleos permanentes con salarios remuneradores (Gutiérrez y Albarracín, 2008).

Estos fenómenos han logrado que los organismos financieros internacionales y los bancos centrales se conviertan en meros espectadores del creciente dominio fi-

---

<sup>8</sup> Es un modelo de gobierno empresarial iniciado hace unos 20 años, se enfoca en la rendición de cuentas por el consejo de administración a los accionistas. En conjunto define la estrategia empresarial y establece el control del consejo sobre el desempeño de las empresas. El principio fundamental es el trato igualitario y la protección de los intereses de los accionistas. Este tipo de gobierno enfatiza el valor de la empresa y sus activos, y el desempeño del consejo de administración se evalúa en función de la rentabilidad del negocio, por lo que los directivos de la empresa tienden a enfocarse en la maximización del valor de las acciones más que en la generación de bienes y servicios. La tendencia a retribuir a los altos directivos con acciones de la empresa los desvía de objetivos de mayor impacto social como la creación de productos y la generación de empleos.

<sup>9</sup> Maquinaria y equipo.

<sup>10</sup> Existen diversos conceptos de financiarización, sin embargo, predomina el consenso que lo contempla como un proceso de supeditación de la inversión productiva a las demandas de los mercados financieros mundiales. Implica un incremento en las remuneraciones de los accionistas y una mayor intervención de estos agentes en las decisiones de las empresas, y abarca el proceso de desplazamiento de capitales, de la búsqueda de rentabilidad de la esfera productiva a la esfera financiera y el predominio de la inversión en activos financieros con respecto a los activos fijos. En suma, es el dominio del mercado financiero sobre el resto de los mercados, y el predominio de las actividades financieras sobre el resto de las actividades económicas.

nanciero a través de los fondos de inversión, de pensiones, las aseguradoras y otros inversionistas institucionales y no institucionales que se han vuelto los actores principales del sistema, desplazando a la banca comercial y la banca de desarrollo (Girón y Chapoy, 2009). Además, la banca comercial ha cambiado su modelo de negocios y se ha transformado en un activo participante en los mercados financieros, encontrando fuentes alternas de fondeo e independizándose del dominio del banco central, lo que limita la efectividad de la política monetaria. Adicionalmente, la rentabilidad del negocio bancario descansa en la diversificación de su actividad financiera, como la administración de la nómina empresarial, el desarrollo de instrumentos de inversión y la ampliación de su actividad en el mercado de divisas y de instrumentos financieros, y ha descuidado su papel principal: el financiamiento a la inversión productiva; así ha entrado por completo en el proceso de financiarización y ha encaminado sus recursos hacia instrumentos financieros sintéticos (opciones, *forward*, *swaps*) para cubrir los riesgos de la volatilidad de activos, tipo de cambio y tasa de interés y asegurar la ganancia deseada al accionista.

México no es la excepción, como puede observarse en las gráficas 1 y 2 (Ampudia, 2005; 2008). La primera muestra un creciente predominio de los recursos destinados a instrumentos financieros sintéticos; en la segunda se observa cómo la banca comienza a utilizar dichos instrumentos tanto en recursos como en obligaciones, obteniendo interesantes rendimientos a favor, como puede observarse en los periodos 1999-2000 y 2005-2008. Sin embargo, con la quiebra de Lehman Brothers (banco fundado en 1850) el 15 de septiembre de 2008, se genera una enorme volatilidad financiera internacional que enfrenta a la banca comercial con grandes pérdidas y vencimientos en sus instrumentos financieros.

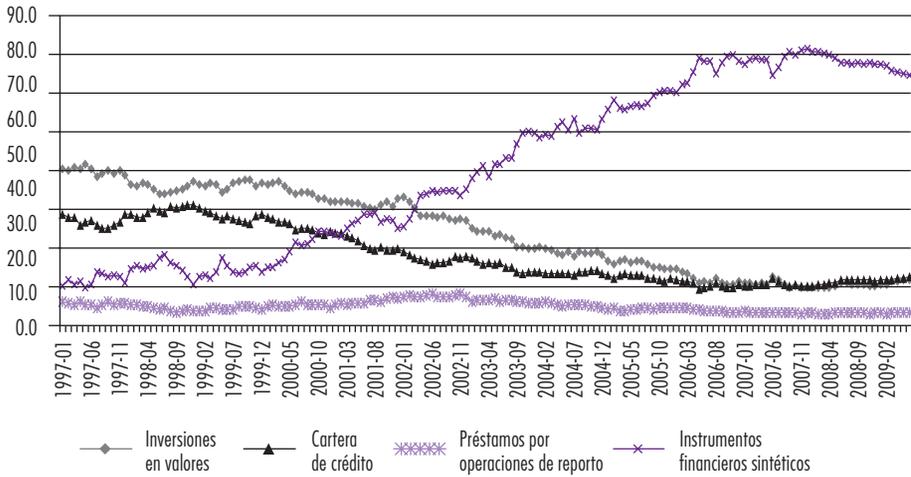
Este proceso de financiarización bancaria promueve la desintermediación bancaria con los consecuentes efectos de restricción crediticia y desbancarización<sup>11</sup>.

Sin menospreciar los efectos de la severa crisis bancaria de 1995, cuando los bancos disminuyeron el crédito y elevaron tasas de interés y garantías, el fenómeno de restricción crediticia y desbancarización persiste hasta la actualidad, aun

---

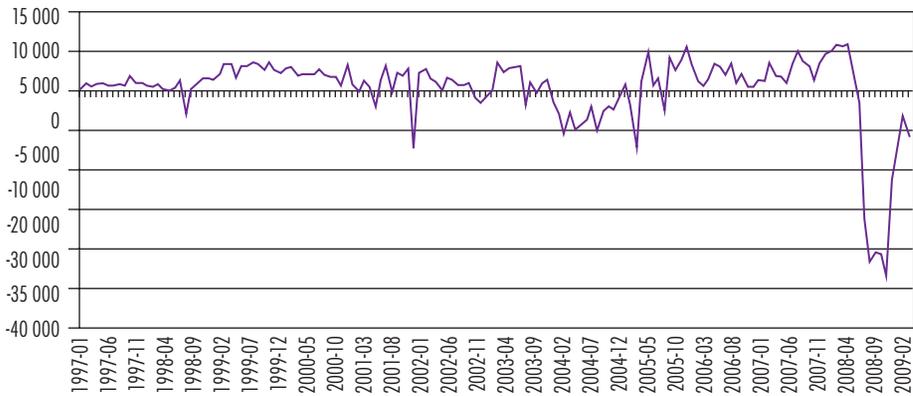
<sup>11</sup> La restricción crediticia es resultado de la negativa, por parte de la banca comercial, de otorgar créditos a empresas y familias, tanto de consumo como de inversión, a la par que los agentes económicos reducen su demanda de crédito hacia la banca comercial. La desbancarización es el fenómeno de contracción del papel del crédito bancario dentro del sistema financiero total, así como la pérdida de participación en la captación del ahorro; representa una disminución del papel de la banca en el financiamiento de la producción y su reorientación hacia los servicios financieros de administración de nómina, cartera y cobro de servicios, de manera que sus ingresos principales ya no provienen del otorgamiento de créditos y préstamos.

**Gráfica 1**  
**Recursos totales de la banca. Estructura porcentual**



**Fuente:** Banco de México: Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial, recursos y obligaciones.

**Gráfica 2**  
**Banca comercial instrumentos financieros sintéticos recursos-obligaciones (millones de pesos constantes).**

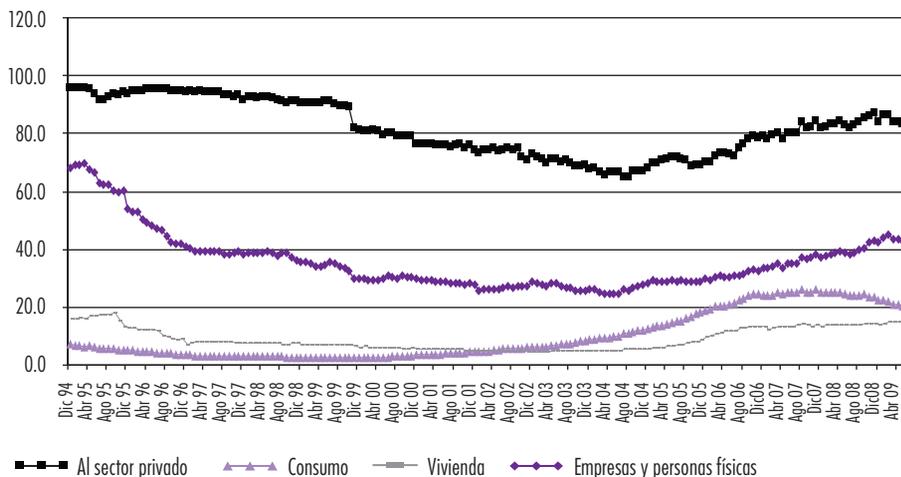


**Fuente:** Banco de México: Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial, recursos y obligaciones.

después de la recuperación económica. Hasta la fecha, aún no se han recuperado los niveles que prevalecían antes de 1994: en 2009 éstos representaban 57% menos crédito a las empresas y personas físicas.

Respecto a la restricción crediticia, en la gráfica 3 podemos observar una reducción del crédito bancario al sector privado, en especial a las empresas y personas físicas; la gráfica 4 muestra el proceso de desbancarización entre 1995 y 2004, con una importante recuperación en 2005, que finalmente sucumbió ante la crisis financiera en 2007, 2008 y 2009.

Gráfica 3  
Banca comercial. Cartera de crédito. Estructura porcentual



**Fuente:** Banco de México: Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial.

La caída en el financiamiento para empresas y personas físicas no parece tener una explicación relacionada con el nuevo marco legal y las garantías otorgadas para la recuperación del crédito, ni siquiera en los momentos en que la banca comercial recuperó sus niveles de rentabilidad y su salud financiera. Parece entonces que la razón fundamental descansa en la financiarización de la banca universal y en haber encontrado nuevos nichos de mercado que reditúan interesantes beneficios en el corto plazo, aunque ello suponga sacrificar a las empresas generadoras de riqueza real y, con ello, sus planes de inversión de mediano y largo plazos y la generación de empleos permanentes en el sector formal de la economía.

Como resultado de lo anterior, México vive un proceso de bajo dinamismo en crecimiento económico y baja inversión en maquinaria y equipo, como puede apreciarse en la gráfica 5.

Desde el enfoque de los precios administrados, la formación de precios en la empresa no financiera es un proceso de costeo y administración de costos que la empresa realiza *ex ante* a la producción para determinar el costo de producción