

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.

COMENTARIOS Y DEBATES

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 ideas¹. 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 desenfrenada 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)².

* 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.

¹ 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.

² 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 estructurados³ 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 financieros⁴ 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 financiera⁵ (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.

³ 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.

⁴ 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).

⁵ 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 reflexiva⁶ (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 una 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



⁶ *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, 1970⁷; 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.

⁷ Capital Asset Pricing Model, o CAPM.

La financiarización proporcionó a los accionistas de las empresas y sus directivos, bajo el modelo del gobierno corporativo⁸, 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 Albaracín, 2008).

De esta forma se inhibe la inversión productiva y la formación bruta de capital⁹ 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 adquisiciones¹⁰. 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 remunerados (Gutiérrez y Albaracín, 2008).

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



⁸ 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.

⁹ Maquinaria y equipo.

¹⁰ 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.

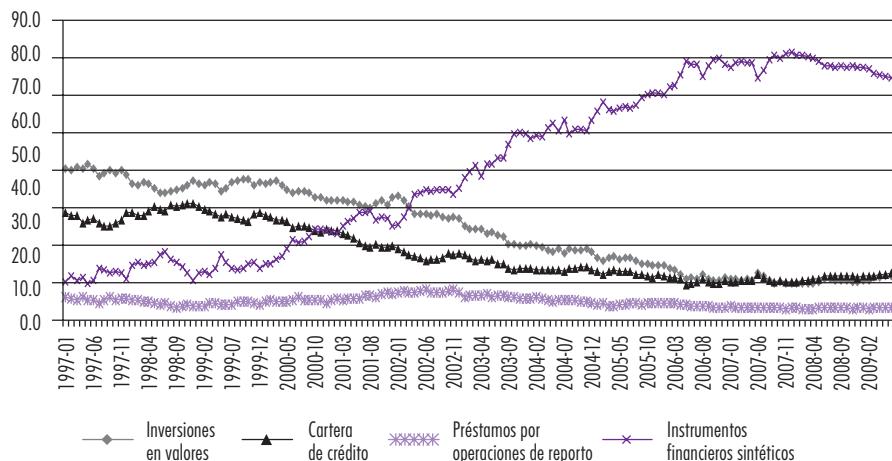
México no es la excepción, como puede observarse en las gráficas 1 y 2 (Ampudia, 2005; 2008). La primera muestra un creciente predominio de los recursos destinados a instrumentos financieros sintéticos; en la segunda se observa cómo la banca comienza a utilizar dichos instrumentos tanto en recursos como en obligaciones, obteniendo interesantes rendimientos a favor, como puede observarse en los períodos 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 desbancarización¹¹.

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

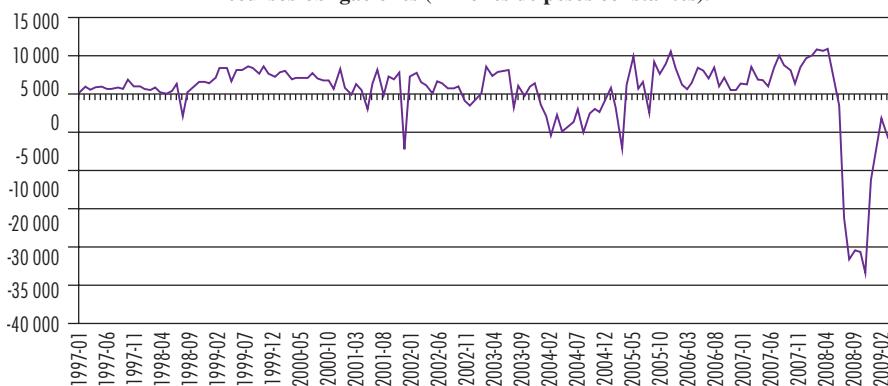
¹¹ La restricción crediticia es resultado de la negativa, por parte de la banca comercial, de otorgar créditos a empresas y familias, tanto de consumo como de inversión, a la par que los agentes económicos reducen su demanda de crédito hacia la banca comercial. La desbancarización es el fenómeno de contracción 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).

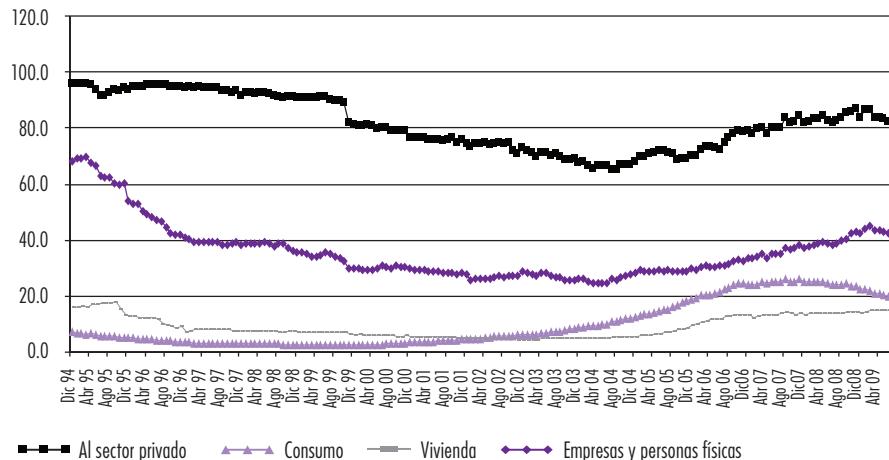


Fuente: Banco de México: Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial, recursos y obligaciones.

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



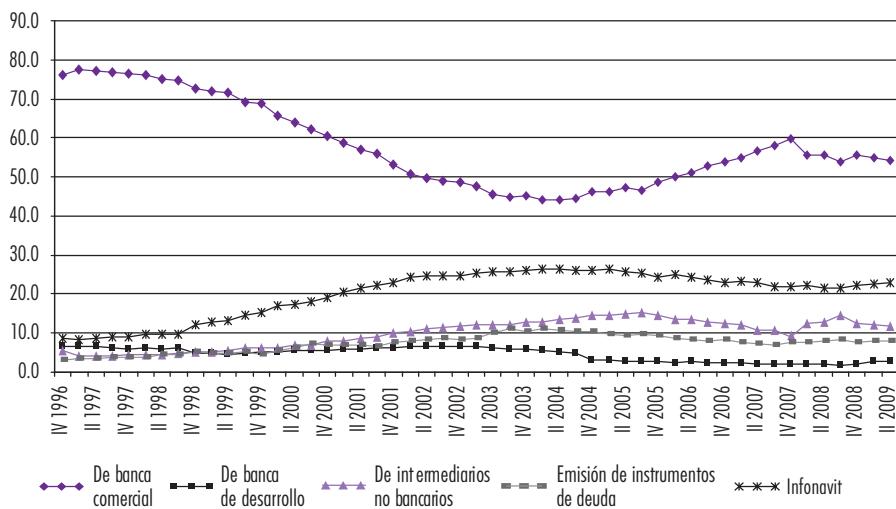
Fuente: Banco de México: Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Banca comercial.

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.

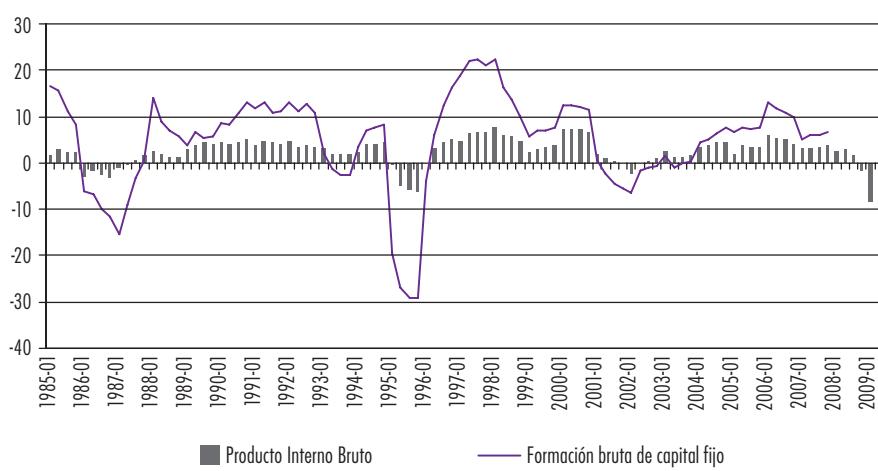
Desde el enfoque de los precios administrados, la formación de precios en la empresa no financiera es un proceso de costeo y administración de costos que la empresa realiza *ex ante* a la producción para determinar el costo de producción

Gráfica 4
Financiamiento total al sector privado no financiero. Estructura porcentual



Fuente: Banco de México. Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Financiamiento total al sector privado no financiero.

Gráfica 5
Producto Interno Bruto real y formación bruta de capital fijo. Tasas de crecimiento



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

del producto, determinar su margen de beneficios y fijar un precio preliminar de venta (Ampudia, 2009).

Este método queda establecido con la siguiente ecuación, que nos ayuda a entender cómo los precios dependen de los costos variables, los costos fijos, los costos financieros y el margen de beneficio esperado (Ortiz, 2003).

$$P * Q = CV + CF + Cf + \pi_e \quad (1)$$

Donde:

P = *precio*.

Q = *cantidad*.

CV = *costo variable*.

CF = *costo fijo*.

Cf = *costo financiero*.

π_e = *utilidad esperada*.

En esta ecuación se toma por separado el costo financiero para poder incluir de forma explícita los efectos de la tasa de interés y el tipo de cambio como variables determinadas por la autoridad monetaria que influyen en el proceso de formación de precios, por el hecho de que impactan directamente el flujo de efectivo de la empresa, sus costos y decisiones de financiamiento y financiarización.

Este precio de venta no es necesariamente el precio de mercado que prevalecerá una vez terminado el proceso de producción e iniciado el proceso de distribución y comercialización del producto.

Por su parte, la tasa de incremento en precios o tasa de inflación depende de la tasa de crecimiento de los salarios, la productividad, el margen de beneficio y los impactos de la variación del tipo de cambio y la tasa de interés en una determinada proporción, como lo muestra la siguiente ecuación:

$$\hat{p} = \hat{w} - \hat{y}_v + \hat{k} + \lambda_1 \hat{e} + \lambda_2 \hat{i} \quad (2)$$

Donde:

p = Tasa de crecimiento de los precios o tasa de inflación.

\hat{w} = Tasa de crecimiento de los salarios.

\hat{y} = Tasa de crecimiento de la productividad.

\hat{k} = Tasa de crecimiento del margen de beneficio promedio sobre los costos laborales unitarios.

\hat{e} = Variación tipo de cambio.

\hat{i} = Variación tasa de interés.

La variación en la tasa de interés y el tipo de cambio impactan la formación de precios en cierta proporción λ , en función del estado de resultados, la situación financiera, de endeudamiento de la empresa y su flujo de efectivo. Con ello podemos observar que la volatilidad financiera no sólo impactará la formación de precios, sino el fenómeno inflacionario mismo, generando un proceso de inflación íntimamente vinculado a la inflación financiera generada por las burbujas producto de la especulación y la volatilidad de los mercados y modificando la distribución factorial del ingreso.

De esta forma la inflación se relaciona directamente con la distribución del ingreso en la esfera microeconómica, y no únicamente *ex post*, una vez que se da un incremento generalizado de precios. Asimismo nos permite determinar que puede haber un traspaso del incremento en costos al precio de venta, o que puede no haberlo si dicho incremento se absorbe gestionando el mercado interno de trabajo y las condiciones laborales, en especial los costos laborales salariales y no salariales, de forma que al final el productor puede no trasladar el incremento en los costos al precio de venta, cuando las condiciones del mercado interno no se lo permitan, como es el caso de la crisis económica actual. La absorción de los costos por el mercado laboral deprime el poder de consumo y con ello la demanda efectiva, lo que finalmente se reflejará en un menor dinamismo económico y de generación de empleo.

En definitiva, el manejo que el banco central haga del tipo de cambio y la tasa de interés impactará la formación de precios a través de las repercusiones en los costos financieros, y con ello puede afectar el flujo de efectivo de las empresas y su margen de beneficio, induciendo el mismo proceso de financiarización.

La banca comercial y en general los agentes financieros que operen en los mercados de derivados también verán impactado su flujo de efectivo y rentabilidad tomando decisiones que pueden contraer el crédito al sector productivo y los precios de los activos financieros en los respectivos mercados.

La restricción crediticia y la desbancarización imponen a las empresas pequeñas y medianas severas limitaciones de manejo de flujo de efectivo, por lo que deben buscar el financiamiento en función de sus recursos internos, la reducción de los costos, la reingeniería de procesos y el *outsourcing*, mientras que las grandes empresas pueden recurrir a la bursatilización¹², el objetivo último es enfrentar sus problemas de liquidez o la caída de su margen de beneficios.

¹² La bursatilización de activos o flujos de efectivo futuros otorga liquidez a las empresas a través de la colocación de títulos de valor negociables en la bolsa de valores mediante instrumentos financieros estructurados. La empresa cede activos en garantía para que un fideicomiso emita títulos de deuda que se coloquen entre dichos inversionistas.

La precarización de los mercados de trabajo, el bajo dinamismo en la generación de empleos y la caída en los sueldos y salarios se vincula de esta forma al problema de flujo de efectivo de las empresas, la restricción crediticia y la desbancarización, pues ante la falta de financiamiento para la actividad productiva, la empresa debe idear mecanismos que le permitan la continuidad y permanencia a largo plazo.

La empresa se ve obligada a enfocarse en el manejo de su flujo de efectivo y en las alternativas de financiamiento y rentabilidad, por lo que debe estar al tanto de los movimientos del tipo de cambio, la tasa de interés y el nivel salarial. Sus expectativas ya no son únicamente de maximización de los beneficios, sino también de los rendimientos de sus activos, por lo que se desarrollan mecanismos alternativos de transmisión de la política monetaria.

El mantenimiento del flujo de efectivo se convierte en la clave de supervivencia de la empresa en épocas de crisis y de contracción del mercado interno, y la empresa se concentra en su administración. Las decisiones sobre su gestión abarcan sus estados financieros y de cambio en la situación financiera, buscando aquellos renglones en los que tenga el mayor poder para que sean afectados, lo que incrementa la importancia de sus expectativas sobre el futuro nivel de las tasas de interés o del tipo de cambio, además de las relacionadas con el nivel salarial.

En este contexto surgen nuevos canales de transmisión de la política monetaria: el canal de los costos financieros, el canal de las expectativas de rentabilidad, tanto de las empresas como de la banca comercial y las instituciones financieras en general, y el canal del flujo de efectivo. Estos tres canales no son considerados por la actual política monetaria e implican nuevas técnicas de gestión de costos y financiamiento (Ampudia, 2009).

El primer canal opera bajo un escenario de liberalización financiera, e implica la planeación total y estratégica de los costos y la búsqueda de fuentes de financiamiento e ingreso, la búsqueda de rentabilidad en áreas alternas a la producción bajo el modelo del gobierno corporativo para las grandes empresas, mientras que la mediana, pequeña y microempresa se ven obligadas a incrementar los flujos de efectivo y reducir sus costos mediante la reingeniería de procesos.

La volatilidad de los mercados financieros favorece la sensibilidad de sus decisiones a las variaciones en la tasa de interés y el tipo de cambio, por lo que los dos primeros canales se encuentran íntimamente relacionados.

El tercer canal también se ve afectado por esta volatilidad y por las decisiones del banco central, pues también la banca comercial es una empresa en busca de una mayor rentabilidad, que ha incursionado en el mercado internacional de los instrumentos financieros estructurados.

El proceso de restricción crediticia y desbancarización favorece los problemas de flujo de efectivo afectando a su vez las expectativas de rentabilidad de la empresa, de forma que una decisión de política monetaria aparentemente neutral sobre el tipo de cambio o la tasa de interés impacta las decisiones de inversión productiva y financiera.

El impacto de la política monetaria sobre el flujo de efectivo lleva a las empresas, tanto como a la banca, a buscar coberturas mediante instrumentos financieros como *swaps*, opciones y otro tipo de instrumentos sintéticos, y las obliga continuamente a reconsiderar sus decisiones de formación de precios y de disminución de riesgos de iliquidez.

El debilitamiento de la política monetaria relacionado con su influencia en la oferta monetaria y el crédito bancario es resultado de la alternativa que la banca comercial tiene para fondearse en los mercados financieros internacionales, pero también es resultado de la renuncia a los instrumentos directos de intervención como los cajones selectivos de crédito y el encaje legal, quedándose únicamente con las operaciones de mercado abierto y la tasa de interés de referencia.

La política monetaria de metas de inflación es insuficiente ante el proceso de financiarización bancaria, al concentrarse en un solo objetivo: la estabilidad del poder adquisitivo del dinero (control de la inflación) y al considerar que el dinero es neutral. El banco central pierde de vista estos nuevos canales de transmisión cuyo mecanismo se encuentra relacionado con las variaciones del tipo de cambio, la tasa de interés y los nuevos activos financieros y sus efectos sobre el proceso de formación de precios¹³, mismo que no es tomado en cuenta por concentrarse en los efectos de la determinación de precios (Ampudia, 2009), de ahí el llamado actual de los organismos financieros internacionales hacia la regulación y supervisión de la operación bancaria y vehículos estructurados de inversión¹⁴.

Los movimientos financieros relacionados con la tasa de interés y el tipo de cambio impactan el flujo de efectivo de las empresas que tienen créditos bancarios en moneda interna y externa, y por lo tanto las obliga a modificar sus decisiones sobre



¹³ La formación de precios se refiere al mecanismo por el cual las empresas determinan, en función de sus costos de producción y su margen deseado de beneficio, un precio antes de colocar el producto en el mercado; en cambio, el concepto de determinación de precios se refiere al proceso de las fuerzas de mercado, oferta y demanda, en la fijación de un precio final, momento en el cual la estructura de mercado, oligopolio, monopolio, etc., tiene un papel determinante.

¹⁴ Conductos que permiten mantener los activos potencialmente arriesgados fuera de sus balances contables.

los excedentes monetarios en tanto que se enfocan en la maximización de los beneficios de corto plazo tan profundamente como en los rendimientos que los instrumentos financieros puedan brindarles. De esta manera sus expectativas de rentabilidad consideran tanto los resultados de la operación de la empresa productiva como los resultados de la operación en los mercados financieros, pues el objetivo último es maximizar la tasa de rentabilidad deseada por los accionistas y los directivos que han sido compensados con acciones de la compañía.

Las decisiones se concentran en la maximización de rendimientos y en la gestión de los costos, en especial aquellos costos sobre los que tienen mayor poder: los costos laborales salariales y no salariales, pues la apertura externa y la liberalización de los mercados reduce su poder en los mercados de bienes y servicios, además de que acreedores y deudores de las empresas tienen mayor poder de negociación que los trabajadores.

La financiarización se traduce en una lucha por la distribución del ingreso, al igual que la inflación, y en la lucha por acercar la rentabilidad del sector real a la del sector financiero generando una transformación institucional e ideológica de la gestión corporativa y con ello una distorsión de los antiguos mecanismos de transmisión de la política monetaria (Ampudia, 2009).

Así, detrás del deterioro en el crecimiento económico, la concentración del ingreso, la pobreza y la precarización del empleo se encuentra una serie de fenómenos económicos concatenados que son producto del proceso de liberalización financiera, apertura externa, liberalización de la cuenta de capitales y el repliegue de objetivos e instrumentos de política económica tanto por el lado de la política fiscal como de la monetaria.

Todo lo anterior impide que las medidas instrumentadas por la banca central a escala mundial puedan reactivar el crédito hacia el sector productivo, y propicia que la inyección de capitales a la banca comercial vaya por caminos diferentes al financiamiento de la actividad productiva.

Conclusiones

La eliminación de los instrumentos directos de política monetaria para fomentar la industrialización y el crecimiento económico es algo que debe cuestionarse en un escenario de restricción crediticia, financiarización y globalización, pues tanto las empresas como la banca comercial encuentran incentivos en la especulación financiera, lo que facilita el distanciamiento entre el flujo real y el flujo monetario del sistema económico.

En momentos como el actual, es necesaria la reactivación de los cajones selectivos de crédito y el encaje legal, que pueden constituirse en poderosos instrumentos de promoción del crédito hacia la actividad productiva, pues la falta de confianza por parte de los intermediarios financieros y de las empresas muestra que, a pesar de incrementarse el gasto público, éste no genera las condiciones suficientes para estimular el crecimiento económico, en tanto que al ser financiado con deuda pública (método no inflacionario), induce un proceso de financiarización.

Paralelamente se requiere una política de promoción industrial que junto con la política fiscal estimule la inversión productiva, y un replanteamiento de la política económica en conjunto que ponga en el centro de la discusión el problema de la concentración del ingreso.

Es necesario replantear los fundamentos de la política monetaria. Los organismos internacionales pugnan por nuevos acuerdos sobre la regulación financiera (Banco Internacional de Pagos, OCDE, FMI) y por ampliar los objetivos de supervisión sobre los *booms* crediticios, la volatilidad de activos, etc. Sin embargo, también es importante reconocer la existencia de nuevos mecanismos de transmisión que fluyen del mercado financiero a las empresas productivas a través de los precios de los activos y su volatilidad, elementos que impactan la distribución del ingreso.

Volver al establecimiento de encajes o normas de inversión sobre la banca comercial y otros intermediarios financieros es condición indispensable para dar marcha atrás a su financiarización, e incluso la posibilidad de fomentar la banca de nicho y limitar las operaciones financieras extrabursátiles de la banca universal podría ser una buena opción para redireccionar los criterios de crédito e inversión bancaria.

La banca de desarrollo debe retomar su papel como promotor de las empresas productivas y dejar el actual papel marginal que tiene como oferente de garantías para la banca comercial y su operación como banca de segundo piso.

Una verdadera política anticíclica se enfoca en la distribución del ingreso mediante mecanismos directos y no sólo por razón de su influencia sobre las curvas de rendimiento o tasas de interés de corto y largo plazos. Diseñar estrategias que busquen incentivar la actividad productiva y la generación de empleos permanentes, supone analizar los mecanismos de formación y determinación de precios, así como dispositivos que desestimulen la inversión financiera especulativa. Existe la imperiosa necesidad de que los agentes financieros recapitalicen sus excedentes monetarios en la economía real, no en la financiera.



Bibliografía

- Ampudia, Nora, *Debilitamiento del traspaso de la inflación, debilidades de la política monetaria y efectos en el mercado laboral*, México, tesis de Doctorado, Facultad de Economía-UNAM, 2009.
- _____, "Microempresa y pobreza", *Economía informa*, núm. 355, México, Facultad de Economía-UNAM, noviembre-diciembre de 2008, pp. 136-149.
- _____, "Restricción crediticia y baja profundidad financiera, obstáculos para el desarrollo", *Economía informa*, núm. 337, México, Facultad de Economía-UNAM, noviembre-diciembre de 2005, pp. 25-39.
- _____, *Macroeconomía y sistema financiero mexicano*, Guadalajara, Impre-Jal, 2001.
- Blanchard, Olivier, Jaime Caruana y Reza Moghadam, *Initial Lessons of the Crisis*, FMI, 6 de febrero de 2009.
- Carstens, Agustín, "Palabras con motivo de la 73 Convención Bancaria", Acapulco, Guerrero, 22 de abril de 2010.
- Epstein, Gerald, *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Massachusetts, Department of Economics and Political Economy Research Institute-University of Massachusetts, diciembre de 2001.
- Fama, Eugene, "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, mayo de 1970.
- Ferguson, Niall, *El triunfo del dinero: Cómo las finanzas mueven al mundo*, México, Debate, 2010.
- Girón, Alicia y Alma Chapoy, "Financiarización y titulación: Un momento Minsky", *Economía UNAM*, vol. 6, núm. 16, México, UNAM, 2009, pp. 44-56.
- Gutiérrez, Eduardo y Daniel Albaracín, "Fi- nanciarización y economía real: Perspectivas para una crisis civilizatoria", *Viento sur*, 2008, en: <http://www.vientosur.info/documentos/Financiarizacion.pdf>. (Consultado el 4 de agosto de 2009.)
- Jensen, Michael, "Random walks and technical theories: Some additional evidence", *Journal of Finance*, vol. 25, núm. 22, 1970, pp. 469-482.
- Krugman, Paul, "Cómo pudieron equivocarse tanto los economistas", *El País*, 13 de septiembre de 2009, en: http://www.elpais.com/articulo/primer/plano/pudieron/equivocarse/economistas/elpepueco/20090913elpneglse_4/Tes. (Consultado el 16 de septiembre de 2009.)
- Ortiz, Etelberto, "Pricing in a small open monetary economy: a Post Keynesian model", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 26, núm. 2, 2003.
- Soros, George, *La crisis del capitalismo global, la sociedad abierta en peligro*, México, Plaza y Janés, 1999.
- Torres López, Juan, "La globalización económico-financiera", en Juan Torres López, *Toma el dinero y corre. La globalización neoliberal del dinero y las finanzas*, Barcelona, Icaria 2007.
- Williamson, John, "What Washington means by policy reform", en J. Williamson, *Latin American adjustment: How much has happened?*, Peterson Institute for International Economics, 1990.