

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ECONOMIA



ALGUNOS ASPECTOS DEL SECTOR FINANCIERO
EN EL DESARROLLO ECONOMICO

LA EXPERIENCIA DE MEXICO EN EL PERIODO 1956 - 1970

TRABAJO

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
OPCION "C" PRESENTA

Enrique González Sánchez

REY, N. L.

OCTUBRE DE 1983

TL
HD85
.S6
C6
c.1



1080064149

E R R A T A

Pág. 7, línea 11. Dice: ... desearán obtener OS activos finan-
cieros...

Debe decir: ... desearán obtener OS fondos
financieros...

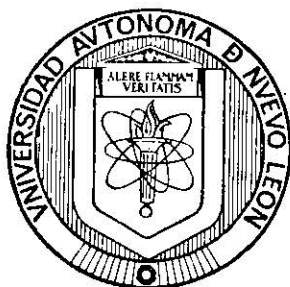
Pág. 13, línea 24. Dice: ... por ejemplo, supone que ...
Debe decir: ... por ejemplo, algunas versiones del
estructuralismo suponen que ...

Pág. 19, línea 23. Dice: ... la canalización efectiva de estos
recursos ...
Debe decir: ... la canalización efectiva de recur-
sos ...

Pág. 40, línea 22. Dice: ... "Quantitative Theory" ...
Debe decir: ... "Quantity Theory" ...

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE NUEVO LEON

FACULTAD DE ECONOMIA



ALGUNOS ASPECTOS DEL SECTOR FINANCIERO
EN EL DESARROLLO ECONOMICO

LA EXPERIENCIA DE MEXICO EN EL PERIODO 1956 - 1970

TRABAJO

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
OPCION "C" PRESENTA

Enrique González Sánchez

MONTERREY, N. L.

OCTUBRE DE 1983



Biblioteca Central
Mayna Solidaridad

T. F. S. 15



FACULTAD DE EDUCACION
TESIS LICENCIATURA

ESTE TRABAJO DE INVESTIGACION CORRESPONDE A
UNO DE LOS REQUISITOS PARA OBTENER EL TÍTULO
DE LICENCIADO EN ECONOMIA, SEGUN OPCION "C"
DEL REGLAMENTO EN VIGOR.

I N D I C E
=====

	<u>PAGINA</u>
INTRODUCCION	1
CAPITULO 1	
REPRESION DEL SECTOR FINANCIERO	4
1.1 Inflación, tasas de interés controladas y finanzas directas	5
1.2 Medios indirectos de represión financiera	8
CAPITULO 2	
ESTRUCTURALISMO Y NEOLIBERALISMO	12
2.1 Economías fragmentadas, intervencionismo y "profundización financiera"	14
2.2 La "relación de complementariedad"	16
CAPITULO 3	
LA EXPERIENCIA MEXICANA, EL SECTOR FINANCIERO COMO PROMOTOR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO NO IN- FLACIONARIO	21
3.1 Antecedentes, la estrategia inflacionaria de 1940-1955	22
3.2 Tipo de cambio fijo y mayor participación del sector financiero; la estrategia de - 1956-1970	23
3.3 Resultados de la política no inflacionaria	26
3.4 Inflación y distribución del ingreso, algu- nas consideraciones	28
3.5 Factores adicionales	30
CONCLUSIONES	32
ANEXO A	37
ANEXO B	39
BIBLIOGRAFIA	40

I N T R O D U C C I O N

El retraso en las economías de muchos países ha llevado a éstos a emprender estrategias de desarrollo económico. Entre estas estrategias podríamos distinguir la industrialización -el fomento al desarrollo del sector industrial- particularmente en Latinoamérica. Durante la década de los treinta, los países latinoamericanos emprendieron políticas de industrialización teniendo como respaldo la alta y positiva correlación observada entre el nivel de la fuerza de trabajo empleada en la industria y el ingreso per-cápita. En general, estas políticas no han tomado en cuenta al sector financiero como parte de la estrategia de desarrollo, o bien lo incluyen asignándole el cumplimiento de determinadas medidas, tales como la imposición de

topes a las tasas de interés, los créditos selectivos a ciertas empresas, etc. Estas medidas causan distorsiones en el sector financiero, reprimiendo su crecimiento e impidiendo que cumpla su papel como "catalizador" del crecimiento económico 1/.

En los países menos desarrollados existe comunmente una tasa de inflación relativamente alta y variable que combinada - con los controles -ya sea topes o porcentajes específicos- sobre las tasas de interés, reprime al sector financiero, pues - puede dar por resultado tasas de interés reales (diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa esperada de inflación) negativas que desincentivan la acumulación de activos financieros.

La represión financiera, en opinión de algunos autores, ". . . ha reducido la tasa real de crecimiento y el tamaño real del sistema financiero en relación al resto de la economía (y - en) todos los casos . . . ha detenido o retardado gravemente el proceso de desarrollo" 2/.

Como respuesta al descuido del sector financiero, tanto en la literatura económica acerca del desarrollo como en las

1/ En general, "... la presunción de que (el sector financiero) acelera el crecimiento económico se expresa generalmente en forma similar al argumento relacionado con las ventajas del cambio indirecto sobre el trueque. Es decir, que libera a los factores de producción de las actividades de cambio mediante la reducción de los costos de las transacciones. La creación de instrumentos financieros libera a los agentes económicos del vínculo que existe entre sus ahorros y su inversión. Una vez que se introducen los instrumentos financieros, las unidades ya no están limitadas al autofinanciamiento y pueden invertir o consumir más allá de la frontera de sus posibilidades de producción". Ortiz, (1979) p. 3.

2/ Shaw (1973) p. 3-4.

estrategias económicas de muchos países, Shaw y McKinnon 3/ - han introducido un nuevo enfoque -que en este trabajo identificamos como "neoliberal"- en el cual señalan la importancia que el sector financiero tiene en el desarrollo, y sugieren políticas mediante las cuales tenga lugar una "profundización" del sector financiero, queriendo con ésto decir que la acumulación de activos financieros crezca a una tasa mayor que la de los activos no financieros.

En este trabajo exponemos algunos de los principales aspectos del enfoque "neoliberal" del desarrollo (capítulo 2), pero antes hacemos una descripción de las formas en que se manifiesta la represión financiera (capítulo 1). En el tercer capítulo analizamos la experiencia de México en cuanto a la utilización del sector financiero como partícipe del crecimiento económico no inflacionario durante el período 1956-1970. Por último, presentamos las conclusiones del trabajo.

3/ Shaw, op. cit. y McKinnon (1973). Podemos considerar estos trabajos como los más representativos de estos autores -quienes han introducido el término "represión financiera"-, aunque sus antecedentes se remontan a varios trabajos realizados en la década de los sesentas, p. ej. Gurley y Shaw (1960).

C A P I T U L O 1

REPRESION DEL SECTOR FINANCIERO

La represión financiera tiene lugar, aunque no de manera exclusiva, en los países menos desarrollados, y mediante ésta han impedido el crecimiento del sector financiero real. - Cuando hablamos del sector financiero "real" nos referimos a los valores reales y a las tasas de rendimiento reales de los activos del mercado financiero en contraposición a los valores y tasas nominales. Los activos financieros monetarios y no monetarios frecuentemente crecen a una tasa nominal muy alta - - cuando existe represión en el sector financiero. Si deflactamos estos agregados mediante un índice de precios adecuado - - -por ejemplo el índice de precios al consumidor- encontraremos

que su crecimiento real es mucho menor, nulo o incluso negativo. Debido al efecto de la "ilusión monetaria", el sector financiero puede parecer muy grande, cuando verdaderamente es pequeño e incluso puede estar decreciendo.

Los resultados de la represión financiera son, entre otros, bajos niveles de ahorro consecuencia de las poco atractivas tasas de interés reales -generalmente más bajas que la inflación- e ineficiente distribución de los recursos financieros debido a que las tasas de interés no son usadas para discriminar entre opciones de inversión rentables y no rentables. La represión financiera y sus efectos se manifiestan en distintas maneras, las cuales describimos enseguida.

1.1 Inflación, tasas de interés controladas y finanzas directas

La principal forma de represión financiera consiste en una tasa de inflación variable y positiva combinada con controles -ya sea topes o porcentajes específicos- sobre las tasas de interés nominales activas (de préstamo) y pasivas (de depósito).

En la figura 1 mostramos los flujos de oferta (curva aa') y demanda (curva bb') de activos financieros a distintos niveles de tasas de interés en una institución dada de un mercado financiero imperfectamente competitivo 4/. Medimos las -

4/ La gráfica 1 es una versión ligeramente modificada de la presentada por Shaw, op. cit. p. 82.

tasas de interés nominales a partir del eje horizontal OX y - las tasas de interés reales a partir de P^*P^* siendo OP^* la tasa esperada de inflación. Si es impuesto un límite máximo a la tasa de interés nominal de depósito al nivel D, la oferta de activos financieros será restringida al nivel OR a una tasa de depósito real negativa igual a $D-P^*$. En estas condiciones la oferta de fondos satisfecerá su demanda a una tasa de préstamos nominal igual a ON, esto es suponiendo que no existen - controles a la tasa de interés activa 5/. Pero los controles generalmente se extienden a las tasas de préstamos. Si se im-

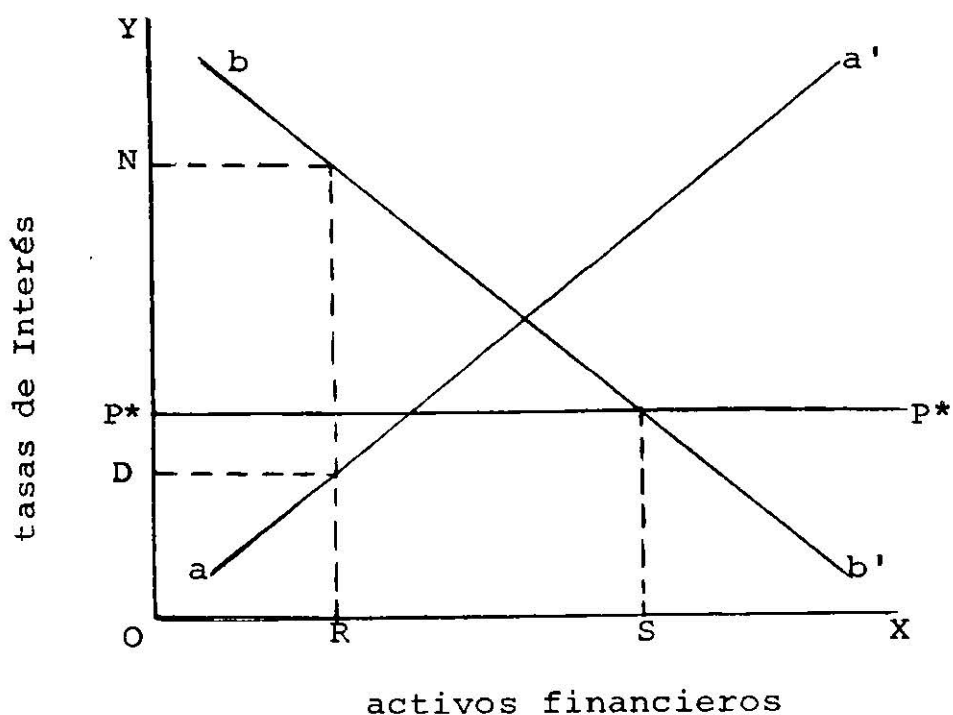


Figura 1.- Flujos de oferta y demanda de activos financieros

5/ En el caso de México, donde tradicionalmente se ha controlado la tasa de interés pasiva pero no la activa, ésta podría ser una explicación gráfica de porqué el costo de intermediación de las instituciones financieras, principalmente las de menor tamaño, es relativamente alto; en la gráfica representado por la distancia DN. Para un análisis de los costos de intermediación financiera y las economías de escala en el sistema bancario mexicano, ver: González (1980).

pone un tope a la tasa nominal activa al nivel OP^* , (es decir, igual a la tasa esperada de inflación) la tasa de interés activa real será igual a cero. Tenemos entonces que los ahorradores son penalizados en un monto igual a $D-P^*$ por incluir activos financieros en su cartera de activos (este "impuesto a los ahorradores viene a ser el costo de intermediación o "compensación" de las instituciones financieras), mientras que los prestatarios pueden obtener fondos gratuitamente o sea a una tasa de préstamos real igual a cero. El resultado es que la oferta de fondos financieros no podrá satisfacer su demanda pues los prestatarios desearán obtener OS activos financieros a la tasa de préstamos nominal OP^* existiendo un déficit de fondos representado por la distancia RS. En consecuencia el crédito de las instituciones financieras deberá racionarse, ya sea de acuerdo al dictado de las autoridades monetarias o bien de acuerdo a la discreción de aquellas.

Los inversionistas pueden entonces intentar satisfacer su demanda de fondos de otras maneras, por ejemplo mediante la venta formal de acciones o bien a través de préstamos directos fuera de los mercados financieros "institucionales", propiciando así la desintermediación financiera. En los países menos desarrollados los mercados de venta directa de acciones son pequeños y deficientes por lo que es muy difícil el financiamiento o través de este medio. En cuanto al mercado de préstamos directos, en éste los contratos son a corto plazo y las tasas de interés son extremadamente altas en relación a las

existentes en los mercados institucionales reprimidos. Las altas tasas reflejan la escasez de fondos, los altos rendimientos de la inversión, dada la tasa de inflación positiva, los costos de buscar y negociar los préstamos, el riesgo por incumplimiento de los contratos y el riesgo asociado con la evasión de la represión en este "submercado" financiero: las leyes y regulaciones de usura. Si el efecto de la represión en los mercados financieros institucionales es aumentar la demanda de fondos - en el mercado de préstamos directos, el efecto de la represión en este mercado es reducir sus fondos disponibles. El resultado es que las tasas de intereses se elevan en ambos mercados o bien se elevan en los de préstamos directos y se agudiza el racionamiento en los institucionales. Para los grandes inversionistas que pueden dividir su demanda por fondos entre ambos mercados, el efecto de la intervención es hacer el capital más caro, precisamente lo contrario a las intenciones del gobierno. Para los pequeños prestatarios la intervención de las autoridades -con la intención de ayudarles- únicamente les empeora sus actividades 6/.

1.2 Medios indirectos de represión financiera

Otras formas de represión financiera que son menos evidentes, pero que igualmente causan distorsiones y desintermediación financieras son:

1.2.1 Impuestos a las tasas de depósito. Aparte del impacto adverso de la inflación sobre las tasas pasivas reales,

6/ Shaw, op. cit., p. 89.

los impuestos sobre éstas las reducen aún más, disminuyendo su atractivo para los tenedores de riqueza. Esto origina que los fondos que podrían dirigirse a las instituciones financieras - busquen otras alternativas que estén menos penalizadas por impuestos. En las economías no desarrolladas, los impuestos - - tienden a ser más suaves con formas de riqueza que compiten - con los activos financieros. Un ejemplo son las inversiones - en bienes raíces, las cuales incluso pueden estar exentas de - impuestos, o si no es así, los impuestos quedarán rezagados en relación al valor marginal que adquieren estos bienes (rápido crecimiento de su plusvalía) como consecuencia de la inflación y la urbanización. El sistema impositivo de los países en desarrollo generalmente es también más suave con la reinversión de utilidades que con el financiamiento a través de los mercados financieros 7/. Esto ocasiona que el ahorro de las empresas se dirija hacia la inversión sin la intervención del mercado financiero, lo que significa que estos fondos no sean enfrentados a usos alternativos que pueden ser más rentables.

1.2.2 Uso particular de fondos generales. Existen grupos propietarios de empresas financieras así como de empresas - no financieras. Dada esta condición, estos grupos pueden obtener fondos de los tenedores de riqueza a través del mercado financiero y dirigirlos hacia sus empresas en particular sin considerar los usos alternativos de estos fondos. También puede suceder que las instituciones financieras actúen como recolec-

7/ Ibid, p. 91.

toras de fondos para el gobierno, el cual los obtiene a través del encaje legal, mediante compras obligatorias de valores gubernamentales por parte de las instituciones financieras o simplemente señalando a estas instituciones que determinados fondos se dirijan a los proyectos -presumiblemente prioritarios - para la economía- elegidos por el gobierno.

1.2.3 Sobrevaluación del tipo de cambio. Una política de tipo de cambio sobrevaluado afecta adversamente el proceso financiero. La sobrevaluación de la moneda doméstica es una subvaluación de los activos financieros denominados en moneda extranjera, que se convierten así en una alternativa atractiva para el ahorrador nacional. Además, con la posibilidad de una depreciación posterior de la moneda doméstica, existe la probabilidad de una ganancia adicional. Pueden existir regulaciones para la adquisición de activos extranjeros de tal manera que el público incurra en costos extra para adquirirlos, pero el volumen observado de fugas de capital de los países no desarrollados a los desarrollados sugiere que el costo relativo no es alto. Comúnmente existen incentivos para que el ahorro doméstico permanezca en el país, pero al mismo tiempo se facilita el acceso de los inversionistas nacionales a los fondos extranjeros. El resultado de la política monetaria consistente en establecer tasas de depósito reales negativas y tipos de cambio sobrevaluados y al mismo tiempo garantizar la importación de créditos caros a corto plazo, es que los ahorros son exportados a través de la fuga de capitales e importados debido

a que el capital nacional es escaso 8/.

C A P I T U L O 2

ESTRUCTURALISMO Y NEOLIBERALISMO

La estrategia de desarrollo seguida por muchos países en desarrollo durante las últimas cuatro décadas ha sido la industrialización, de la cual uno de sus pilares fundamentales es el proteccionismo en el comercio exterior. El respaldo teórico de esta estrategia es el enfoque "estructuralista" de la economía, del cual Raúl Prebisch es uno de sus principales exponentes 9/. Las medidas proteccionistas aplicadas de acuerdo a los lineamientos de este enfoque han dado buenos resultados en algunos casos, en particular, han logrado evitar en alguna me-

9/ Ver principalmente: Prebisch, (1950), (1956), (1963) y (1970).

dida los impactos externos que usualmente han desestabilizado las economías de los países menos desarrollados a través del comercio exterior, y han logrado el desarrollo de ciertas industrias con ventajas comparativas en el mercado internacional. Sin embargo, la estrategia estructuralista no ha logrado sacar del subdesarrollo a los países que la han adoptado e incluso - ha producido algunos problemas que son un obstáculo al desarrollo, tales como las llamadas "industrias infantiles perpetuas"^{10/}. El estructuralismo, por otro lado, casi ha ignorado al mercado de activos financieros en la estrategia de desarrollo, ocasionando una mala conducción de este mercado reflejada en un crecimiento excesivo de la oferta monetaria, tasas de interés que no reflejan el costo real del dinero, fugas de capital, desintermediación financiera, etc.

En general, el estructuralismo recomienda una serie de políticas proteccionistas y de industrialización con el fin de proteger a la economía de los impactos desestabilizadores del exterior, así como una serie de reformas económicas y sociales que tengan como objetivo remediar las tensiones sociales que - pueden resultar en desequilibrios de la economía.

Este enfoque, sin embargo, al no tener en cuenta la importancia del mercado de activos financieros en el proceso de desarrollo, pierde de vista los problemas que esto ocasiona. - Así, por ejemplo, supone que la inflación esperada no afecta - la demanda real de dinero y de activos alternativos y no hace

^{10/} Samuelson (1980) p. 659.

la distinción entre tasas de interés nominales y reales. Es común encontrar en el estructuralismo el argumento en el sentido de que aumentos en las tasas de interés son inflacionarios debido a la elevación de los costos, pero cuando tienen lugar aumentos en las tasas de interés e inflación, esta última es la causa de aquellos y no el efecto, ya que la inflación corriente es la base para la proyección de la inflación esperada y para las expectativas de aumento -y posteriores aumentos efectivos- en las tasas nominales de interés.

Aunque el estructuralismo reconoce que la expansión monetaria puede ocasionar inflación a través de aumentos en la demanda agregada, a menudo identifica otras causas para la inflación dependiendo de las circunstancias en el corto plazo, de esta manera, cuando se combinan la inflación y los aumentos salariales, éstos son la causa de aquella o cuando los precios de los energéticos aumentan desproporcionadamente estos aumentos son causa de la inflación. Todos estos argumentos ignoran la causa común de la inflación que es el exceso de oferta de dinero nominal.

2.1 Economías fragmentadas, intervencionismo y "profundización financiera"

El enfoque neoliberal, por su parte, hace hincapié en la importancia que el sector financiero tiene para el desarrollo económico. Las principales observaciones que este enfoque hace sobre el sector financiero y la economía de los países me

nos desarrollados son: 11/ (i) sus economías están "fragmentadas" en el sentido de que las empresas y las unidades familiares están tan aisladas que han de pagar distintos precios por la tierra, el trabajo, el capital y los bienes y servicios; - además, no todas ellas tienen acceso a las mismas tecnologías. En particular, la fragmentación del mercado de capitales origina que se malgaste el trabajo y la tierra, reprime el trabajo empresarial e impide que importantes sectores de la economía - tengan acceso a tecnología avanzada; (ii) las indivisibilidades de algunos bienes de inversión ofrecen barreras a la introducción de las innovaciones más productivas debido a la incapacidad de obtener préstamos para financiar tales innovaciones; (iii) la mayoría de los gobiernos de los países menos desarrollados han intervenido en gran medida en los mercados internos de productos y de recursos con el resultado de que tal intervención ha contribuido al empeoramiento del mecanismo del mercado como indicador de la utilidad social.

Para este enfoque, la clave para darle al sector financiero una dimensión adecuada para que contribuya realmente al desarrollo radica en una política de "profundización financiera" 12/, queriendo decir con ésto que la acumulación de activos financieros aumente más rápido que la acumulación de activos no financieros. Un requisito indispensable para esta profundización es el establecimiento de "una política monetaria y

11/ McKinnon, op. cit., p. 5-36.

12/ Shaw, op. cit.

financiera cuidadosa" 13/ entendiéndose por ésto, principalmente, una política de apoyo a las tasas de interés reales - positivas.

2.2 La "relación de complementariedad"

Las proposiciones del modelo neoliberal expuestas por McKinnon 14/ en relación a los activos financieros y el nivel de precios de los países menos desarrollados son las siguientes:

a) Debido al extremado grado de incertidumbre existente en el mercado de capitales, los depósitos bancarios - tanto los que devengan intefes como los que no tienen esta - característica- más los billetes y monedas en circulación 15/ predominan en la limitada estructura financiera de los países no desarrollados por sobre el resto de los activos financieros (p. 38). 16/

13/ McKinnon, op. cit., p. 19.

14/ Ibid.

15/ Por conveniencia nos referiremos a este agregado -depósitos más monedas y billetes en circulación- simplemente como - "saldos financieros" y lo denotaremos como M2.

16/ Friedman va más lejos al señalar que: "En los países menos desarrollados, los billetes y monedas en circulación es a menudo un agregado más significativo que los billetes y monedas en circulación más los depositos por dos razones: - una es que los depósitos son comunmente usados en un grado muy limitado y por grupos altamente seleccionados de la población. La otra es que la intervención monetaria del gobierno es más frecuente y más importante con respecto a los depósitos, de tal manera que se introduce un elemento errático en las condiciones de oferta de los mismos." - (1968), p. 444.

b) Los instrumentos de política monetaria en estos países son la tasa de interés nominal (i) y la tasa de crecimiento monetario nominal (\dot{M}), (p. 39).

c) La demanda real de saldos financieros, $(M2/P)^d$, depende positivamente de la tasa de interés real ($i-P^*$) así como de la tasa de crecimiento real del ingreso nacional. - (p. 39)

d) La interacción entre la demanda y la oferta de dinero determina el nivel de precios, (P); si la oferta de dinero nominal crece más rápidamente que la demanda real de saldos monetarios se produce inflación. (p. 39)

e) Existe en los países menos desarrollados una relación de complementariedad entre la demanda real de saldos financieros y la demanda de bienes de inversión, al contrario de la relación de sustitución que supone la teoría neoclásica. (p. 40)

f) La conclusión práctica para cuestiones de política económica es que aumentos en la tasa de interés real aumentan la demanda real de saldos financieros al mismo tiempo que se incrementa la inversión real de la economía. (p. 57-61)

Consideremos la demanda real de saldos financieros $(M2/P)^d$ y la inversión en capital físico (I) desde el punto de vista neoliberal y el denominado "neoclásico".

De acuerdo a la ecuación 2, $(M2/P)^d$ depende positivamente, entre otros factores, de la tasa de inversión en capital físico. Esta relación es válida bajo el supuesto general -que en casos específicos puede resultar sumamente restrictivo- en el sentido de que en las "fragmentadas" economías en desarrollo, las unidades económicas autofinancian su demanda de bienes de capital físico, es decir, las unidades económicas son ahorradores e inversionistas al mismo tiempo 17/. - El modelo neoclásico no considera I/Y en su función de demanda de saldos financieros (ecuación 1) debido a que supone la existencia de mercados eficientes de intermediación financiera en la economía, teniendo por lo tanto poca importancia el autofinanciamiento como opción para la adquisición de bienes de inversión física.

Puesto que I/Y depende positivamente de r , la relación entre $(M2/P)^d$ y r en el modelo neoliberal es también positiva.

(b) El modelo neoliberal mantiene una relación directa - entre la tasa de inversión real y la tasa de interés real para tasas bajas (o negativas, como comunmente son en los países menos desarrollados) pues bajas tasas de interés reales - obstaculizan la acumulación real de activos financieros y - por lo tanto se impide la canalización efectiva de estos recursos hacia el financiamiento de la inversión. En otras pa

17/ McKinnon, op. cit., p. 56 y 58

labras, si bien la reducción de la tasa de interés real aumenta el deseo de invertir, el volumen de inversión en realidad se reduce, debido a que ese deseo no puede verse satisfecho. Sin embargo, este enfoque reconoce que este efecto decae paulatinamente a medida que la tasa de interés real llega a niveles suficientemente altos, puesto que el deseo de acumular activos financieros (positivamente relacionado con la tasa real de interés) llega finalmente a satisfacer la demanda de fondos para llevar a cabo inversiones, de ahí que el signo de la relación entre I/Y y $(i-P^*)$ en el modelo neoliberal sea primero positivo y luego negativo.

Dado que en los países menos desarrollados los niveles de las tasas reales de interés son de hecho bajos o incluso negativos, su elevación incrementaría la demanda real de activos financieros y la inversión. De ahí la relación de complementariedad entre los activos financieros y la inversión, de la que se deduce la regla de política monetaria que maximiza el crecimiento económico; esto es, fijar la tasa de interés real a un nivel que incentive la acumulación de activos financieros y a la vez maximice la tasa de inversión; la existencia de un nivel óptimo está garantizada ya que la función de inversión, en el modelo neoliberal para los países en desarrollo, aumenta primero y luego disminuye, a medida que aumenta la tasa de interés real.

C A P I T U L O 3

LA EXPERIENCIA MEXICANA, EL SECTOR FINANCIERO COMO PROMOTOR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO NO INFLACIONARIO

La importancia del sector financiero en el desarrollo económico ha sido discutida y fundamentada no sólo a nivel - teórico; varios estudios empíricos se han realizado al respecto 18/. El caso de México ha sido de particular interés para los estudiosos del tema por diversas razones, entre otras, el crecimiento económico sostenido observado en el país durante períodos relativamente largos 19/, así como el desarrollo de

18/ Ver principalmente: McKinnon (1976)

19/ A partir de la Independencia, México ha tenido dos períodos de crecimiento económico sostenido. El primero de 1890 a 1905, con un crecimiento real anual promedio de poco - más del 3% y el segundo de 1940 a 1981 con un crecimiento real anual promedio de aproximadamente 6.5%.

su sector financiero, el cual resulta alto y sofisticado cuando es comparado con los de otros países en un nivel de desarrollo económico similar al de México 20/.

En este capítulo analizamos brevemente la evolución - del sector financiero mexicano a partir de mediados de la década de los cincuentas y hasta 1970 21/, pues durante este período tuvo lugar en el país lo que podríamos denominar una "profundización" de este sector en el sentido de que la acumulación de activos financieros creció a una tasa mayor que la de los activos no financieros al mismo tiempo que se financiaba la expansión de la economía con una estrategia no inflacionaria.

3.1 Antecedentes; la estrategia inflacionaria de 1940 - 1955

Durante este período, el objetivo general de las autoridades mexicanas fue el crecimiento elevado de la economía - mediante una estrategia inflacionaria que dio lugar a varias devaluaciones de la moneda doméstica. La tasa real - de crecimiento económico para el período fue en promedio 6% - anual, lo que representó un crecimiento de aproximadamente 3% anual en el producto real per-cápita. La tasa de inflación - anual fluctuó alrededor del 10% y la paridad peso-dólar se modificó varias veces, (la paridad fue establecida oficialmente en \$4.85 por dólar en 1940, en \$8.65 en 1949 y en \$12.50 en -

20/ Goldsmith, (1966) p. 7

21/ A este período se le denomina comunmente de "desarrollo - estabilizador"; en este trabajo nos referiremos a él como período de "crecimiento (económico) no inflacionario".

1954). No se incentivó el crecimiento del sector financiero, lo que implicó su represión en alguna medida. Los activos financieros no monetarios tenían rendimientos poco atractivos dada la tasa de inflación relativamente elevada, lo que contribuía al bajo tamaño y escaso crecimiento del sector, y los activos monetarios predominaban en la estructura financiera del país. Dado su limitado tamaño, el sistema financiero ofrecía pocos instrumentos alternativos para satisfacer las preferencias del público ahorrador entre riesgo, rendimiento y liquidez. El crédito real del sistema financiero creció a una tasa promedio anual de 8.2%, 22/.

3.2 Tipo de cambio fijo y mayor participación del sector financiero; la estrategia de 1956-1970

Para este período, las autoridades decidieron continuar con el objetivo del crecimiento económico elevado, aunque esta vez con dos importantes restricciones: mantener el tipo de cambio fijo al nivel de \$12.50 por dólar y permitir que el sector financiero tuviera una mayor participación en el financiamiento de la acumulación de capital y la producción 23/. El cumplimiento de la primera restricción implicó el establecimiento de una política monetaria no inflacionaria. Dada la importancia del comercio exterior mexicano con Estados Unidos, la tasa de inflación doméstica admitida estuvo en función de la observada en aquel país; durante el período, la ta

22/ A menos que se indique de otra manera, las cifras presentadas en lo que resta de este capítulo han sido obtenidas de Genel (1977).

23/ Ibid: p. 26.

sa de inflación promedio anual en México fue de 2.9% mientras que en Estados Unidos fue de 1.6%, la diferencia reflejaba - el aumento del déficit comercial mexicano que tuvo lugar en el período. En cuanto a la segunda restricción, "(se) requerría que los pasivos (dinero y activos no monetarios en moneda nacional) de las instituciones financieras crecieran más aceleradamente que la economía como un todo. Dada la restricción impuesta por la estabilidad de precios sobre el acervo de dinero, el objetivo equivalía a la exigencia de una tasa de crecimiento para la oferta de activos no monetarios por - las instituciones pertinentes" 24/. Las instituciones "pertinentes" fueron en el caso de México principalmente las "financieras" tanto públicas como privadas así como las "hipotecarias" 25/. Esta segunda restricción estuvo a su vez condicionada por las dificultades de las empresas públicas y privadas para financiarse a través de la venta directa de valores dado el bajo desarrollo del mercado mexicano de capitales.

El crecimiento del sector financiero residió principalmente en las instituciones privadas del sector pues su importancia era substancialmente mayor que la de las instituciones públicas. Fue entonces necesario que la rentabilidad de las instituciones financieras privadas superara la de - otros negocios alternativos. Durante el período la tasa de

24/ Ibid.

25/ Durante el período que nos ocupa no existía la banca múltiple mexicana por lo que podemos diferenciar las instituciones bancarias en bancos de depósito y ahorro, "hipotecarias" y "financieras" siendo uno de los principales objetivos de estas últimas el financiamiento de proyectos de desarrollo de mediano y largo plazo.

utilidades en el sector financiero privado promedió 16%, por encima de la tasa de rendimiento de la economía como un todo, que fue de 13%. Por su parte, las "financieras" públicas, - de las cuales "Nacional Financiera" ha sido la más grande y representativa, combinaron "... consideraciones de política pública con una cuidadosa y exitosa atención a las utilidades". 26/

Como se mencionó antes, las instituciones sobre las que recayó el compromiso de aumentar la tasa de crecimiento de los activos no monetarios fueron las "hipotecarias" y las "financieras" tanto públicas como privadas; esto fue posible gracias a que las autoridades mexicanas permitieron a estas instituciones pagar tasas nominales de interés, mayores (que resultaron tasas reales positivas dada la baja tasa de inflación) a las permitidas a los bancos de depósito y ahorro. Tanto las tasas de interés activas como las pasivas, en especial las de las "financieras" y las "hipotecarias" estaban vinculadas, por una parte, a las tasas de interés mundiales y por otra, a las tasas esperadas de inflación y devaluación domésticas.

Además del atractivo de las tasas más altas para activos financieros no monetarios, se usaron los siguientes incentivos con el fin de aumentar la participación de estos activos en las carteras de los tenedores de riqueza: (i) mayor li

26/ Goldsmith, op. cit., p. 21

quidez de los rendimientos de los activos no monetarios; (ii) reducción de las expectativas inflacionarias; (iii) disminución de la tasa esperada de devaluación; (iv) rendimientos no minales mayores de los activos financieros domésticos en rela ción a los del exterior.

3.3 Resultados de la política no inflacionaria

Durante el período considerado, la tasa promedio de - crecimiento real de la economía fue de alrededor de 6.5% anual, (el crecimiento del producto per-cápita continuó a un ritmo - de aproximadamente 3% anual) pero esta vez la tasa de inflación fue substancialmente menor, 2.9% anual, en relación al período 1940-1955; el tipo de cambio se mantuvo en \$12.50 por dólar y la oferta nominal de dinero creció a una tasa promedio anual - de 10.7%. 27/ Por su parte, el sector financiero creció tanto en términos de tamaño -absoluto y relativo al resto de la eco- nomía- como en cuanto a la variedad de instrumentos ofrecidos. De acuerdo a Ortiz y Solís: "La evolución del sistema financie- ro fue espectacular. Los activos totales de las instituciones integrantes del sistema aumentaron de menos de una cuarta par- te del PIB en 1955, a más de la mitad en 1970; la tasa de cre-

27/ A este respecto Genel señala: "Esta cifra anual (10.7%) co rresponde muy de cerca a la tasa de crecimiento promedio de inflación al año (2.9%). Tanto los resultados estadís- ticos de la demanda como la evidencia histórica . . . indi- can una velocidad constante con respecto al ingreso y pres tan apoyo al uso de un supuesto de teoría cuantitativa sim plificada, en virtud de la cual la tasa de inflación, en - el período analizado, dependía de la tasa de crecimiento - de la oferta monetaria, una vez que las demás variables en función de demanda de dinero, eran dadas por otros merca- dos". Genel, op. cit., p. 33.

cimiento del crédito otorgado por el sector financiero fue la más alta observada hasta entonces (más del doble de la producción real en promedio). La estructura de pasivos de las instituciones financieras también mostró un patrón diferente del que se había observado previamente, ya que la importancia relativa de los pasivos monetarios declinó constantemente durante el período. La proporción de los pasivos en moneda extranjera permaneció bastante estable, en tanto que los pasivos no monetarios del sistema bancario reemplazaron a los monetarios como principal fuente de recursos del sector financiero" 28/. Durante todo el período la tasa real de interés fue positiva y el crédito real del sector financiero creció a una tasa - anual de 13.8%, comparada con la tasa de 8% prevaleciente durante 1940-1955. Ya que el crecimiento de los activos monetarios fue restringido por razones ya expuestas, su tasa real - anual de crecimiento fue de 7.5%; por lo tanto, la mayor parte de los fondos del sector financiero provino de los activos no monetarios, cuya tasa real de incremento anual promedió - 16.9% declinando así la importancia de los activos monetarios en la cartera de activos de los tenedores de riqueza a lo largo del período. El crecimiento del sector financiero tuvo lugar a la vez que la diferencia entre las tasas de interés activa y pasiva se reducía, lo cual reflejaba menores costos de intermediación que en gran medida eran consecuencia de las - economías de escala alcanzadas por el sistema financiero al -

28/ Ortiz y Solís (1978) p. 7-8.

permitírsele crecer a una tasa mayor que la de otros sectores; este crecimiento permitió asimismo al sector financiero ofrecer una mayor variedad de instrumentos, de plazos mayores, de mayor monto monetario, etc.

3.4 Inflación y distribución del ingreso, algunas consideraciones

Tal vez la diferencia más importante de los dos períodos considerados sea la menor tasa de inflación registrada durante 1956-1970. Esto puede tener importantes implicaciones al evaluar la contribución del sector financiero al desarrollo del país durante este período. En ambos períodos el producto per-cápita -un indicador comunmente aceptado de desarrollo económico- creció a una tasa similar, pero en el primer período, a diferencia del segundo, la participación del sector financiero en la canalización de recursos para el crecimiento económico fue substancialmente menor.

Sin embargo, el crecimiento del producto per-cápita puede no ser un indicador del todo adecuado del desarrollo económico, otro indicador podría ser el grado en que los servicios de educación, salud, comunicaciones, etc., crecen y se extienden a la población en general. En particular, podríamos especular afirmando que el desarrollo del país comprendería una modificación de la distribución del ingreso en dirección de hacerla más equitativa o al menos una permanencia tan inalterada como fuera posible del status-quo. En es

te sentido, el sector financiero, al contribuir a financiar el crecimiento económico no inflacionario de 1956-1970, efectivamente habría cooperado a evitar en alguna medida importante los efectos redistributivos en el ingreso debidos a la inflación que en general tienden a concentrar aquél en grupos reducidos de la población.

Una de las hipótesis más aceptadas acerca de los efectos redistributivos de la inflación es la que sostiene que en períodos de inflación los precios crecen más rápidamente que los salarios nominales, de tal manera que hay un desplazamiento del ingreso de los receptores de salarios en favor de los receptores de utilidades 29/, lo que hace a la inflación, en lo que respecta a sus efectos redistributivos, "socialmente indeseable" 30/. Otro punto de vista comunmente asociado a Friedman y la escuela "monetarista" de la economía, es el que considera a la inflación como un "impuesto" a los tenedores de saldos monetarios 31/. Este punto de vista reconoce que el "impuesto" inflacionario altera la distribución del ingreso; en particular, Cervantes señala que "El análisis del impuesto inflacionario en México... conduce a la conclusión de que las transferencias de riqueza provocadas por la inflación empeoran la distribución del ingreso en Mé-

29/ Ver: Bronfenbrenner (1968), p. 298.

30/ Johnson (1967), p. 125

31/ Ver: Friedman (1942) y Bailey (1956). Aunque la inflación contemplada como un impuesto se asocia generalmente a estos autores, sus antecedentes se remontan a Stuart Mill (1848) quien señalaba que: "La depreciación de la moneda representa un impuesto sobre la comunidad y un fraude para los acreedores". (XII,5) Asimismo, Keynes (1923) consideraba que: "El poder de tributación mediante la depreciación del circulante ha estado inherente al estado desde que Roma lo descubrió". (p. 86-87).

xico, ya que afectan adversamente a . . . (las) familias de más bajo ingreso . . . (El) impuesto inflacionario es sumamente regresivo ya que la relación M1/Y es más alta para ... (las) familias de menores ingresos". 32/

3.5 Factores adicionales

El crecimiento económico sostenido que ha tenido lugar en México desde 1940 y hasta 1981 ha sido el resultado de varios factores, de los cuales hemos destacado la participación del sector financiero en el período 1956-1970. 33/ Otros factores que de alguna manera han contribuido al crecimiento de la economía mexicana han sido la estabilidad política preva-
 leciente en el país desde finales de la década de los veinte y cuyos orígenes se encuentran en los movimientos socio-políticos de la Revolución Mexicana; la infraestructura económica proporcionada por las autoridades mexicanas a partir de la década de los treinta así como la proximidad geográfica de México con Estados Unidos, lo que ha facilitado el flujo de inversión directa de este último país en el nuestro y de divisas

32/ Cervantes (1982) p. 736.

33/ En 1971, al tener lugar el cambio de gobierno mexicano, - las nuevas autoridades modificaron algunos de los principales lineamientos de política económica seguidos hasta - entonces, específicamente, se siguió una política de gasto público y expansión monetaria lo que dió por resultado mayor inflación a la que había venido prevaleciendo y tasas de interés reales para el ahorro financiero negativas a - partir de 1973, observándose asimismo una reducción de los pasivos no monetarios de las instituciones financieras. - Limitaciones de tiempo nos impiden considerar la evolución del sector financiero a partir de estos años.

a través del turismo norteamericano. Esta proximidad geográfica también ha aliviado de manera importante el problema del desempleo en México, al facilitar el flujo de trabajadores mexicanos al país del norte. La enumeración de estos factores, evidentemente no exhaustiva, sirve para ilustrar que el sector financiero de ninguna manera es el único elemento a considerar al evaluar las fuentes del crecimiento económico mexicano.

C O N C L U S I O N E S

1. En este trabajo hemos querido destacar algunos aspectos importantes del sector financiero en el desarrollo económico. En general, las estrategias de desarrollo seguidas por muchos países en desarrollo, particularmente de Latinoamérica, a partir de la década de los treinta no han tomado en cuenta al sector financiero, cuando se le considera, ha sido para imponerle medidas que distorsionan su funcionamiento, tales como los controles a las tasas de interés.

2. Los controles a las tasas de interés, combinados con una tasa de inflación variable y positiva constituye la principal forma de "represión financiera" al dar por resultado bajas tasas reales de interés y muchas veces tasas reales negativas.

Esta represión desincentiva el ahorro financiero impidiendo la canalización de recursos de los ahorradores a los inversionistas. Esto último es particularmente cierto para los países en desarrollo, donde el financiamiento a través de la venta directa de valores es muy difícil por el bajo desarrollo de su mercado de capitales.

3. Otras formas de represión financiera son los impuestos a las tasas de interés de depósito, la sobrevaluación de la moneda doméstica y lo que hemos llamado "uso particular de fondos generales" (p. 9).

4. El enfoque "estructuralista" de la economía ha proporcionado el respaldo teórico para las estrategias de desarrollo de muchos países atrasados económicamente, pero no ha considerado la importancia que el sector financiero tiene para el desarrollo económico.

5. Un enfoque más reciente, que denominamos "neoliberal", hace hincapie en la relevancia del sector financiero en el desarrollo, señalando que las economías de los países en desarrollo están "fragmentadas" pues las unidades económicas están tan aisladas que pagan distintos precios por los factores de producción y los bienes de consumo; sus mercados financieros no pueden satisfacer demandas de inversión que involucren bienes indivisibles y sus mercados internos de productos y recursos han sido intervenidos ampliamente por sus gobiernos, distorsionando el mecanismo de precios como indicador --

de la utilidad social.

6. De acuerdo a los neoliberales, es necesario fomentar el desarrollo del sector financiero para que pueda contribuir al crecimiento económico. Se recomienda una estrategia de "profundización financiera" o mayor crecimiento de los activos financieros en relación a los no financieros que puede lograrse mediante el establecimiento de tasas de interés reales positivas.

7. El enfoque neoliberal propone una "relación de complementariedad" entre la demanda real de saldos financieros y la demanda real de bienes de inversión para los países menos desarrollados, al contrario de la "relación de sustitución" - que supone el enfoque "neoclásico".

8. Esta relación de complementariedad es válida para un rango determinado de las tasas reales de interés, específicamente para tasas reales de interés bajas, que si bien pueden incentivar el deseo de invertir, este deseo no puede verse satisfecho pues estas "bajas" tasas de intereses desincentivan el ahorro del público.

9. Del análisis de la relación de complementariedad se deduce la regla de política monetaria que maximiza el crecimiento económico: fijar la tasa de interés real a un nivel - que incentive la acumulación de activos financieros y a la vez maximice la inversión. Puesto que la función de inversión del modelo neoliberal primero aumenta y luego disminuye a me-

dida que aumenta la tasa de interés real, está garantizada la existencia de un nivel óptimo de ésta última.

10. Durante el período 1956-1970, se dió un gran impulso al desarrollo del sector financiero mexicano al establecerse una política monetaria no inflacionaria que combinada con el establecimiento de mayores tasas de interés nominales dio por resultado que las tasas de interés reales de estos activos fueran positivas durante todo el período. Esto provocó un aumento considerable de los pasivos no monetarios de las instituciones financieras que de esta manera pudieron aumentar los créditos otorgados a los sectores público y privado.

11. Otros incentivos para aumentar el atractivo de los activos financieros no monetarios fueron una mayor liquidez de sus rendimientos, una reducción de las expectativas de inflación, una disminución de la tasa esperada de devaluación y rendimientos nominales mayores a los activos financieros domésticos en relación a los del exterior.

12. Al fomentar el uso de activos financieros no monetarios en lugar de activos monetarios como medio para captar el ahorro del público, las autoridades mexicanas lograron financiar el crecimiento económico con medios no inflacionarios.

13. Probablemente la contribución más importante del sector financiero mexicano al desarrollo económico del país durante 1956-1970 haya sido el haber financiado el crecimien-

to sin inflación (o al menos con una tasa de inflación baja), lo que evitó en alguna medida nada despreciable los efectos - redistributivos del ingreso causados por el aumento continuo en el nivel general de precios.

14. Obviamente, el sector financiero no es el único factor que hay que considerar al evaluar el desarrollo del país, otros factores son la estabilidad política y la infraestructura económica proporcionada por el gobierno a partir de la década de los treinta.

CUADRO 1. MEXICO: INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS,
1950 - 1975

	i	P	(i-P)	M3/PNB	TC
1950	8.0	9.2	-1.2	0.25	8.65
1951	8.0	24.1	-16.1	0.23	8.65
1952	8.0	3.6	4.4	0.22	8.65
1953	8.0	-1.9	9.9	0.25	8.65
1954	8.0	9.6	-1.6	0.25	12.50
1955	8.0	13.7	-5.7	0.24	12.50
1956	8.0	4.6	3.4	0.24	12.50
1957	8.0	4.4	3.6	0.23	12.50
1958	8.0	4.4	3.6	0.23	12.50
1959	8.0	1.1	6.9	0.25	12.50
1960	7.5	4.9	2.6	0.28	12.50
1961	7.6	0.8	6.8	0.30	12.50
1962	7.7	1.9	5.8	0.33	12.50
1963	7.8	0.4	7.4	0.35	12.50
1964	7.8	4.3	3.5	0.38	12.50
1965	7.8	2.0	5.8	0.40	12.50
1966	8.0	1.2	6.8	0.43	12.50
1967	8.1	2.9	5.2	0.44	12.50
1968	8.2	2.0	6.2	0.47	12.50
1969	8.8	2.5	6.3	0.50	12.50
1970	9.1	5.8	3.3	0.51	12.50
1971	8.7	3.7	5.0	0.52	12.50
1972	8.0	2.6	5.4	0.53	12.50
1973	8.8	16.0	-7.2	0.52	12.50
1974	9.6	22.4	-12.8	0.48	12.50
1975	9.8	10.4	-0.6	0.47	12.50

i es la tasa de interés nominal sobre bonos financieros (hasta 1959); a partir de 1960 es la tasa de interés nominal ponderada sobre pasivos no monetarios líquidos y no líquidos.

P es la tasa de crecimiento anual del índice de precios al mayor.

(i-P) es la tasa de interés real (suponiendo que la inflación esperada (P*) es igual a la inflación corriente (P)).

M3 es el agregado que comprende billetes y monedas en circulación, mas cuentas de cheques en moneda nacional y en moneda extranjera, mas instrumentos de ahorro líquidos ofrecidos al público.

PNB es el producto nacional bruto nominal.

TC es el tipo de cambio pesos por dólar

FUENTE: Banco de México: Informes anuales, FMI: International - Statistics, Ortiz y Solís (1978) y Ortiz (1980).

CUADRO 2. MEXICO: ESTRUCTURA DE PASIVOS DEL SECTOR FINANCIERO,
1956 - 1970

Subperíodos (promedio anual)	Pasivos Monetarios (%)	Pasivos no Monetarios (%)	Pasivos en Mo neda Extran jera (%)
56 - 59	48.3	26.6	25.1
60 - 62	40.2	32.1	27.7
63 - 65	35.6	42.1	22.3
66 - 68	30.8	47.1	22.1
69 - 70	26.1	54.5	19.4

FUENTE: Banco de México. Indicadores Económicos. (aparece en Ortiz y Solís, 1978, p. 66).

Mercados financieros: 1/ aquellos en los que se realizan esencialmente operaciones de depósito y préstamo a través de un intermediario financiero, ya sea una institución bancario o no bancaria.

- a) Corto plazo (hasta un año) } Mercado de dinero
- b) Mediano plazo (más de un año) } Mercados de capital
- c) Largo plazo (más de un año) }

- a) Operaciones de depósito. Ejems: certificados de depósito, letras de Tesorería, aceptaciones bancarias, etc.
- b) Operaciones de préstamo. Ejems: créditos revolventes, créditos sindicados, etc.

Clasificación de las operaciones que se realizan en los mercados financieros

- 1) En función del plazo de vencimiento
- 2) De acuerdo al instrumento utilizado
- 3) Según la moneda en que se realiza la transacción
- 4) Conforme al lugar de residencia del depositante y del prestatario

- a) Mercado de Operaciones externas. Características: las operaciones son realizadas en la divisa del país en cuyo mercado financiero se lleva a cabo la operación
- b) Mercado de Eurodivisas. Característica: las transacciones se realizan en una moneda distinta a la del país en que se efectúa la operación.

Mercados financieros internacionales

1/ Elaborado en base a: "Los Mercados Financieros Internacionales: Conceptos y Definiciones", Eduardo Portas y Arturo Herbert. Boletín de Indicadores Económicos Internacionales, Banco de México, Vol. VII, No. 2

B I B L I O G R A F I A
=====

- BAILEY, M. J. (1956), "The Welfare Cost of Inflationary Finance" Journal of Political Economy, vol. 64 (abril).
- BARTH, J. R. y BENNET, J. T. (1975), "Cost-Push Versus Demand - Pull Inflation: Some Empirical Evidence", Journal of Money, Credit and Banking, (agosto).
- BATTEN, D. S. (1981), "Inflation: The Cost-Push Myth", Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, vol. 63, No. 5 - (junio-julio).
- BENNETT, R. L. (1965), The Financial Sector and Economic Development, The Mexican Case, The Johns Hopkins University.
- BRONFENBRENNER, M. (1968), "Inflation and Deflation", International Encyclopedia of the Social Sciences, p. 289-301.
- BROTHERS, D. y SOLIS, L. (1966), Mexican Financial Development, University of Texas Press.
- CERVANTES, J. A. (1982) "La Inflación y la Distribución del Ingreso y la Riqueza en México", Distribución del Ingreso en México: Ensayos, Banco de México, Tomo III, Vol. 2.
- FRIEDMAN, M. (1942), "Discussion of the Inflationary Gap", American Economic Review, vol. 32 (junio), aparece - - en: Friedman, M. Essays in Positive Economics, The - University of Chicago Press, 1956.
- ____ (1968), "Quantitative Theory", International Encyclopedia of the Social Sciences, p. 433-447.
- GENEL, J. A. (1977), La Estrategia del Estado en el Desarrollo - Financiero; el Problema del Financiamiento no Inflacionario en México, México, CEMLA.
- GOLDSMITH, R. W. (1966) The Financial Development of Mexico, Organization for Economic Cooperation and Development.

- GONZALEZ, H. E. (1980), Economías de Escala y Concentración Bancaria, el Caso de México, Serie de Documentos de Investigación, Banco de México, No. 29 (octubre).
- GURLEY, J. G. y SHAW, E. S. (1960), Money in a Theory of Finance, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- HUNTER, J. M. y FOLEY, J. W. (1975), Economic Problems of Latin America, Boston, Mass.
- JOHNSON, H. G. (1967) Essays in Monetary Economics, London, George Allen & Unwin Ltd.
- KEYNES, J. M. (1923), "Social Consequences of Changes in the Value of Money", aparece en Essays in Persuasion, The Norton Library, N. Y.
- McKINNON, R. I. (1973), Money and Capital in Economic Development, The Brookings Institution, Washington, D. C.
- _____ (1976) Money and Finance in Economic Growth and Development, N. Y. Marcel Dekker, Inc.
- MILL, J. S. (1848), Principios de Economía Política, Fondo de Cultura Económica, México, 2a. edición en español, 1951.
- ORTIZ, G. (1979), Intermediarios Financieros y Mercados Imperfectos de Capital, Serie de Documentos de Investigación, Banco de México, No. 13
- _____ (1980), La Demanda de Dinero en México: Primeras Estimaciones, Serie de Documentos de Investigación, Banco de México, No. 28 (septiembre).
- _____ y SOLIS, L. (1978), Estructura Financiera y Experiencia Cambiaria, Serie de Documentos de Investigación, Banco de México, No. 1 (enero).
- PORTAS, E. y HERBERT, P. (1981), "Los Mercados Financieros Internacionales: Conceptos y Definiciones", Boletín de Indicadores Económicos Internacionales, Vol. VII, No. 2.

PREBISH, R. (1950), The Economic Development of Latin America and its Principal Problems. Economic Commission for Latin America.

_____ (1956), Desarrollo Económico y Política Social, - Fondo de Cultura Económica.

_____ (1963) Hacia una Dinámica del Desarrollo Latinoamericano, Fondo de Cultura Económica.

_____ (1970) Transformación y Desarrollo, Fondo de Cultura Económica.

SAMUELSON, P. A. (1980), Economics, 11a. edición, Boston, Mass.

SHAW, E. S. (1970), Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.

TAYLOR, H. (1982) "Interest Rates: How Much Does Expected Inflation Matter?", Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review, (julio-agosto).

