

Política monetaria en países en desarrollo y economías abiertas: de la administración activos a pasivos. El caso mexicano

Monetary Policy in Developing Countries and Open Economies: From Asset to Liability Management. The Mexican case

Journal of Economic Literature (JEL):

Q01, Q57, B41

Palabras clave:

Política monetaria
Bancos centrales y sus políticas
Mercados financieros y macroeconomía
Política fiscal y monetaria en el contexto del desarrollo

Keywords:

Monetary Policy
Central Banks and Their Policies
Financial Markets and the Macroeconomy
Fiscal and Monetary Policy in Development

Fecha de recepción:

3 de octubre de 2021

Fecha de aceptación:

13 de diciembre de 2022

Resumen

Este trabajo analiza la operación de la política monetaria en países en desarrollo en un contexto de dependencia de los flujos financieros internacionales. Los bancos

centrales, particularmente de los países emergentes, asumen como único objetivo la función de estabilizar los precios, vía la estabilidad del tipo de cambio. Los instrumentos disponibles para lograr ese objetivo es la determinación de la tasa de interés y administración de los pasivos.

En México, el despliegue de la política monetaria se ha realizado a través de la atracción de liquidez internacionales que convierte en reservas internacionales mediante operaciones de esterilización. El Banco de México realiza operaciones a través de regulación monetaria, operados por bonos gubernamentales, que otorga a la banca comercial altos rendimientos, libres de riesgos, sin disminuir su liquidez, con altos costos para el sector público. Ello evidencia la necesidad de evaluar políticas monetarias alternativas que privilegien el financiamiento bancario del sector productivo, por encima de los rendimientos financieros de los títulos públicos.

Abstract

This paper discusses the monetary policy operations of emergent economies that are highly dependent on international financial flows. In these economies central banks assumes the sole function of stabilizing prices through stabilizing the exchange rate. The instruments available to achieve this objective are the determination of the interest rate and the administration of central bank liabilities. In Mexico, the deployment of monetary policy is carried out through the attraction of international reserves that are converted into international reserves through sterilization operations. Banco de Mexico carries out monetary policy regulations via government bonds, which grant commercial banks high yields, free of risks, without reducing their liquidity, with high costs for the public sector. This evidences the need to evaluate alternative monetary policies in favour of productive sector finance, over the financial yields of public bonds.

La política monetaria tiene múltiples objetivos, entre los cuales destaca el crecimiento económico y la estabilidad del poder de compra de la moneda. El despliegue de las políticas monetarias depende de los objetivos económicos específicos de cada periodo y del entorno institucional dominante. En el último siglo, *grosso modo*, se distinguen dos grandes periodos. El primero

Christian Domínguez Blancas

DEAM, ITESO

< christiansaid@iteso.mx >

Noemi Levy Orlik

Facultad de Economía, UNAM

< levy@unam.mx >

108

ECONOMÍAunam vol. 19, núm. 55
enero-abril, 2022

© 2022 Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía. Este es un artículo Open Access bajo la licencia CC BY-NC-ND (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>).

se inicia con la crisis financiera de 1929 y se consolida con la reconstrucción del capitalismo después de la Segunda Guerra Mundial, dando origen a un periodo de regulación económica, cuyo objetivo central fue el crecimiento económico, en un ambiente de estabilidad de precios, resultado de un sistema financiero internacional con limitado movimiento del capital financiero privado, con base en el cual se construyeron entornos institucionales domésticos cerrados.

El periodo de regulación fue liderado por el sector público, combinado con instituciones financieras domésticas, donde el capital financiero se convirtió en el sirviente del capital productivo Rusell (2008), con una fuerte presencia de la política fiscal, guiado por políticas industriales, con déficit fiscales pronunciados y políticas monetarias laxas para financiar el déficit público, con canalización de recursos financieros públicos al sector productivo –políticas de direccionamiento de créditos al sector privado, Levy (2010) y Mántey (2010). Las tasas de interés tuvieron límites superiores, en un contexto de estructura de tipos de cambio fijos, aunque variables, determinadas por las autoridades nacionales, aunque dependiente de la aprobación del Fondo Monetario Internacional; con financiamiento externo público. En este ambiente, los principales componentes de la base monetaria y las vías de administración de la liquidez a la economía fueron los créditos del banco central al gobierno (banquero del gobierno) y los créditos hacia la banca (banco de la banca, prestamista de última instancia).

El segundo periodo se origina como resultado de la ruptura del SBW, que terminó el arreglo institucional dominante de la posguerra. El elemento desencadenante fue la desmonetización del oro, que liberó el movimiento de capitales privado a nivel internacional y activó los mercados de capitales (Euromercado) que data de fines de 1950 –Lamfalussy (1978). Este proceso abrió un periodo de desregulación, globalización e internacionalización del sistema económico en el aspecto comercial, productivo y financiero; acompañado de un proceso de privatización de la actividad económica que provocó el retiro de la intervención pública de la actividad económica directa, y debilitó la política pública regulatoria. El capital rentista encabezó la revolución en contra de los intereses del capital productivo –Smithin (1996)–, otorgando hegemonía al capital financiero y relegando el capital productivo a una posición subordinada. En términos Russell (2008), se revirtió el papel del capital productivo de “amo” a “sirviente”. En este mismo contexto, el financiamiento externo público fue desplazado por el capital privado internacional, y uno de sus efectos fue volatilizar la tasa de interés, y el tipo de cambio adoptó una estructura flexible, volviéndose ambas variables altamente inestables, y dependientes del movimiento de capital privado internacional, privatizándose

los riesgos financieros generados por el movimiento de las tasas de interés y el tipo de cambio –Eatwell y Taylor (2000).

Estos cambios modificaron radicalmente el sistema financiero. Se instauró un periodo de complejidad financiera, también denominado financiarización, dominado por innovaciones financieras en busca de ganancias financieras, generando una inflación en las ganancias Keynes (1930, Tomo II, capítulo 30). Las prioridades de la política económica se modificaron, otorgando un papel central a la estabilidad de precios, para garantizar el valor del capital financiero. El crecimiento económico se supeditó a un “objetivo inflacionario”, acuñándose el concepto de la NAIRU –Modigliani y Papademos (1975).

Las formas de intervención de la banca central se modificaron. La función de banco central como banco del gobierno se debilitó, desapareciendo el rubro de créditos del banco central al gobierno federal, en el contexto de la autonomía al banco central en objetivos y mecanismos. A nivel internacional, el dinero se presenta como una deuda pura, independiente de los espacios nacionales –Blinder (1998), Borio y Distayot (2015). Los países en desarrollo acceden a unidades de cuenta internacionales vía conversión de deuda privada nacional en internacional –depósitos bancarios, Toporowski (2013), y los créditos de internacionalización. Se reconoce que la banca central determina la tasa de interés nominal de corto plazo, la cual, en conjunto con las operaciones de mercado abierto, afecta al conjunto de la estructura de las tasas de interés –Keynes, (1930, Tomo II, capítulo 37).

En este contexto se postula una regla monetaria –Taylor (1993)–, cuyo objetivo es determinar una tasa de interés monetaria que debe igualar a la tasa de interés natural. La regla monetaria opera bajo el supuesto que la inflación se origina por presiones de la demanda, explicada por la brecha productiva resultado de excesos de gasto, sean estos por déficit público o incremento salarial, que opera en una economía con estructuras competitivas y perfecta movilidad de precios. La gran limitante de la regla monetaria, en países emergentes y en desarrollo, es que sus mercados financieros no se fortalecieron en el proceso de globalización por su rápida e ilimitada apertura, generada por los déficits estructurales de las cuentas corrientes estructurales y crecientes. Ello implica que las estructuras financieras de los países en desarrollo son marcadamente diferentes a las economías desarrolladas, porque no lograron desarrollarse de manera previa a la apertura globalización.

El objetivo de este trabajo es analizar la política monetaria de países en desarrollo en periodos de globalización, donde el movimiento de capitales internacionales es un elemento central de la oferta monetaria y la tasa de interés se convirtió en el instrumento central de la política monetaria. Esta condición se complejiza en países cuyos sistemas financieros debieron abrirse de manera abrupta e ilimitada, para garantizar flujos financieros internacionales

que cubrieran los déficits de la cuenta corriente. Este proceso impidió el desarrollo de los mercados secundarios, y generaron una gran dependencia en deudas en moneda internacional que redujo los espacios de operación de la política monetaria.

Nuestra hipótesis es que los bancos centrales de América Latina, y particularmente el Banco de México, en su objetivo de atraer capital extranjero, desplegaron políticas monetarias vía la administración de pasivos, los cuales subvencionaron la banca privada. En este arreglo institucional se impuso las condiciones de valorización de la banca privada a la política pública, en tanto que la administración de liquidez vía pasivos del Banco de México, debido a la creciente participación de activos internacionales en la base monetaria, se realizó vía pasivos de regulación monetaria que operan a partir de la venta de valores con propósitos de regulación monetaria. Ello asegura a los bancos privados altos rendimientos, muy por encima de las tasas internacionales, sin reducir su liquidez.

Este trabajo se divide en cinco secciones. En la segunda se discute la inserción fallida de América Latina y México al mercado internacional, y las políticas monetarias adoptadas en el periodo neoliberal, específicamente los objetivos, mecanismos y formas para alcanzar la estabilidad de precios. La tercera sección discute el impacto de la liberalización financiera sobre la hoja de balance del Banco de México, y los mecanismos de control de la base monetaria vía administración de pasivos del banco central, argumentando que se favorece al sector privado en detrimento del sector público. En la cuarta sección se discute el impacto de la administración en la hoja de balance del sector bancario y consorcios financieros privados. Finalmente, en la última sección se presentan las conclusiones.

Inserción fallida de América Latina y su política monetaria: De la estabilidad explícita del tipo de cambio al objetivo inflacionario

*Inserción fallida: gran liquidez internacional
y cuentas corrientes externas deficitarias*

El periodo globalizante e internacionalizador de la región no logró superar la dependencia latinoamericana frente a los países desarrollados, aunque modificó sus formas de expresión. La novedad del periodo de globalización es que el movimiento de capitales no solo tuvo la dirección desde economías desarrolladas (ED) a economías emergentes y en desarrollo (EED), sino también desde estas últimas hacia el resto del mundo. Aún más, se modificó la composición de la inversión extranjera directa (IED), volviéndose dominantes algunas com-

ponentes de corto plazo –Pérez-Cáldentey y Vernengo (2021)–, aunadas a los propios flujos de inversión extranjera de cartera (IEC).

Los efectos de la apertura de los mercados financieros a los flujos de capital privado externo complejizaron las relaciones financieras de las EED, y provocaron la financiarización de esas economías *a la Epstein* (2005). Adicionalmente, la inserción financiera introdujo la centralización y concentración del capital a las economías latinoamericanas, con la entrada de grandes corporaciones internacionales que operaron al margen de las estructuras domésticas, concentrándose en el sector primario exportador o en las cadenas globales de valor, en los segmentos de menor valor agregado, vía el proceso de maquilas. En este periodo se desarrollan corporaciones con capital de la región que se diversificaron al resto del mundo, con lazos débiles a sus matrices, especialmente las que se diversificaron hacia las ED. Ello implicó la internacionalización de las economías de la región, con creciente participación del capital internacional en el mercado financiero doméstico y la constitución del gran capital en los países en desarrollo, al margen de las instituciones financieras de la región. Ello impidió fortalecer el entono institucional, particularmente en los segmentos financieros de largo plazo, señaladamente el mercado de bonos y accionario.

El antecedente de la apertura financiera proviene de los teóricos neoliberales, McKinnon (1973), Gurley-Shaw (1960), que promovieron la “liberalización financiera”¹ como vía para erradicar la “represión financiera”.

Ello fue seguido por las políticas de liberalización financiera de las últimas décadas del siglo xx, contenidas en el Consenso de Washington (CW) –Williamson (1998)–, cuyo objetivo fue incrementar el financiamiento en moneda extranjera, acompañado por innovación tecnológica vía IED.² Ello debería aumentar la productividad de los países atrasados, hasta igualarse con las estructuras de ED y, a su vez, igualar la productividad entre los diferentes sectores al interior de EED.

Las expectativas de los teóricos neoliberales y del CW fueron fallidas, porque aunque se logró atraer ahorro externo no se transformó en financiamiento al sector no financiero, ni se transfirió tecnología para superar el atraso económico de América Latina dado que operó a partir de supuestos irreales, entre los cuales destacan la igualdad de condiciones entre las economías desarrolladas y atrasadas-emergentes o en desarrollo, sustentadas en estructuras competitivas y flexibilidad de precios, que deberían habilitar los

1 La represión financiera es un concepto utilizado por los teóricos neoliberales, que argumentaron que el mercado financiero no es completo, porque enfrenta obstáculos institucionales (de política económica y administrativos) para alcanzar una posición de equilibrio, lo cual impide alcanzar niveles suficientes de ahorro para la inversión.

2 El propio Williamson se volvió un crítico del Consenso de Washington –véase Williamson (2004).

mecanismos de mercado como una vía eficiente de distribución de los factores productivos, y de esa manera maximizar el crecimiento económico.

Los resultados de la integración de los países latinoamericanos al mercado internacional indican que aumentó la heterogeneidad estructural respecto a las economías desarrolladas, así como en el interior de esas economías, profundizándose el famoso “casillero vacío” de Fajnzylber (1990). En este periodo tuvo lugar un retroceso en la industrialización de los países en desarrollo, y en vez de cerrarse, se abrió la brecha con los países desarrollados y se redujeron los espacios de políticas anticíclicas.

La expresión más evidente de la dependencia de la región ha sido el creciente y continuo déficit estructural de la cuenta corriente de América Latina, que se remonta desde la instauración del capitalismo de la región, se mantuvo en el modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI) y, en el periodo de globalización, a través del Modelo de Acumulación, liderado por las exportaciones –véase Levy y Bustamante (2021). En todos estos periodos, las economías de la región no han podido construir un sector de bienes de producción de capital robusto, proveer desarrollo tecnológico y desarrollar los sectores productivos más dinámicos, para alcanzar altos niveles de tasas de crecimiento –Kalecki (1971, capítulo VII). La ausencia del sector productor de bienes de capital limitó el impacto de los procesos de ISI –Amsden (2004) y Fajnzylber (1990)– y en el periodo de globalización e internacionalización, dificultó la inserción en las cadenas globales de producción en las fases de mayor valor agregado, Milberg (2008).

La región latinoamericana, a diferencia del Sudeste Asiático, se especializó en las exportaciones de bienes primarios (regresando al modelo primario exportador del siglo XIX e inicios del XX) y la manufactura (Centro América), incluidos los sectores con altos niveles tecnológicos, lo cual se hizo a través de la maquila, cuya principal ventaja competitiva son bajos costos de producción, destacadamente salarios, en un marco de reducidos niveles de inversión fija bruta. En este contexto, la región latinoamericana no desarrolló sistemas financieros a la par que la región del Sudeste de Asia –Stallings y Studart (2006).

La inserción fallida de América Latina al mercado mundial está marcada por dos eventos. Primero, las exportaciones se convirtieron en el gasto más dinámico del producto, con niveles de exportación mayores que la formación bruta de capital fija, y una especialización en sectores con relativamente bajo valor agregado y volúmenes de importaciones crecientes que, en conjunto con el pago de factores productos, mantuvieron los déficits crecientes de la cuenta corriente, los cuales requieren financiamiento internacional. Segundo, la apertura financiera trajo consigo un exceso de liquidez en moneda internacional, por encima de la capacidad de absorción de las economías

latinoamericanas, con las políticas de industrialización. Ello modificó los objetivos de política económica y los mecanismos de despliegue de la política monetaria. El objetivo de crecimiento económico fue sustituido por la estabilidad de precios, reduciendo los déficits fiscales primarios. En ese contexto, la administración de la liquidez pasó de la administración de activos, donde destacan los créditos al gobierno, a la administración de pasivos, vía créditos internos negativos, con reducido financiamiento en moneda nacional y creciente participación de las deudas en moneda extranjera. En este contexto, el gobierno y la banca se volvieron acreedores del banco central.

Nueva política monetaria: tipo cambio y objetivos de inflación

La transición del modelo de ISI al llamado modelo Neoliberal ocurrió en el contexto de la crisis de deuda externa (1982), con aumento de la tasa de interés estadounidense,³ y un entorno de estancamiento económico que sustituyó la demanda interna por la externa, dando lugar a la llamada “década perdida” en América Latina. El Plan Brady (1989) marcó la culminación de la negociación de la deuda externa, y sentó las bases del regreso de la región al mercado internacional. Ello provocó una apertura financiera muy rápida y casi ilimitada, en comparación con la liberalización de financiera de los países de la OECD y del Sudeste Asiático –Stallings y Studart (2006, capítulo 2).

La dependencia financiera de la región latinoamericana sobre la inversión extranjera se originó por el déficit externo estructural de la cuenta corriente, y provocó que la afluencia de los recursos internacionales estuviera muy por encima de las necesidades de saldar el déficit de la cuenta corriente y de las capacidades de absorción de la región. Ello provocó un fuerte endeudamiento de los países de la región, lo cual generó la primera crisis financiera del modelo neoliberal, en México (1994) con fuertes efectos de contagios, y posteriores crisis financieras en los países emergentes y en desarrollo de todas las regiones, que incluyó el resto de América Latina, Sudeste de Asia, Rusia, Turquía.

Uno de los efectos de estas crisis fue reconocer que, en economías abiertas, no se puede anclar las expectativas de manera explícita sobre el “tipo de cambio”. En México, como consecuencia de la crisis de 1994, se abandonó las políticas destinadas a controlar el tipo de cambio que, entre 1991-1994, estaban sustentadas en el esquema de “brechas cambiarias”, y se transitó hacia la adopción de un régimen flotantes de tipos de cambios, abriéndose el espacio a la adopción de políticas monetarias guiadas por el “objetivo de inflación” (OI) que mantuvo la estabilidad del tipo de cambio como objetivo implícito,

³ La FED, en 1979, bajo la dirección de Volcker, fortaleció el papel de dólar estadounidense en el entono mundial, fortaleciendo sus mercados financieros. Ello se logró vía aumento considerable de la tasa de interés de la FED, que fue una de los causales de la crisis de la deuda externa latinoamericana.

no siempre reconocido por la banca central –Mántey (2013) y Capraro y Perrotini (2011).

En este contexto, se declara la autonomía del banco central en la determinación de sus objetivos y prioridades –Pánico (2014). La estrategia del control de la inflación e imposición del OI tuvo varias fases. En 1995,⁴ el objetivo fue controlar la crisis financiera de 1994, en 1996 se anuncia la adopción del OI, que culminó con la adopción de la tasa de interés objetivo en 2008.

El marco teórico de las políticas monetarias OI está sustentado en dos componentes, un marco teórico para la toma de decisiones de la política monetaria y una estrategia de comunicación con el público –Bernanke (2003). El marco teórico del modelo descansó en cuatro ecuaciones, la curva IS (*Investment and Saving equilibrium*), que define la brecha entre el producto actual y el potencial como función de la tasa de interés y el tipo de cambio. La curva de Phillips (CP), que supone que el movimiento de precios (inflación) es función de la brecha del producto; la regla de Taylor (RT), que define la tasa de interés del banco central en función de la brecha del producto y el diferencial entre la inflación prevista y la meta de inflación; y la hipótesis de paridad descubierta de tasas interés (HPDI), que está en función del diferencial entre la tasa de interés nacional e internacional –Mántey (2011:39). Los supuestos de este modelo son mercados competitivos y eficientes, y la tasa de interés se convierte en una variable central de la política monetaria que permite estabilizar el producto y controlar la inflación, y se añade que una inflación baja y estable permite a la economía operar a nivel de pleno empleo y eficiencia económica (*ibid*).

En economías emergentes y en desarrollo, este modelo no aplica plenamente porque no puede explicar el efecto traspaso magnificado del tipo de cambio a la inflación. A diferencia del modelo convencional que explica la inflación vía presiones de la demanda, en estas economías se explica a partir de conflictos distributivos y estructuras monopólicas; y se añade que no se observa altas elasticidades de los flujos internacionales a los diferenciales de la tasa de interés, a partir de lo cual se rechaza la teoría de la paridad descubierta de tasas de interés, Mántey (2011:40).

En América Latina, según esta autora, las devaluaciones generan inflación no sólo por los crecientes precios de los insumos importados, sino también porque aumenta el margen de ganancias de las empresas domésticas

⁴ La adopción de objetivos de inflación tiene varias fases. En 1996 se acuerdan metas anuales de inflación. En 2000 se fijan metas de inflación de 3% para el cierre de 2003. En 2001 se acuerdan metas multianuales de inflación. También en ese año se hace oficial la adopción del esquema de Objetivo Inflación. En 2002 se anuncia que el objetivo de inflación de largo plazo es 3%, con una fluctuación de más o menos 1%. Los mecanismos para lograr la inflación fueron los “cortos” o “Sistema de Saldo Acumulados” (1995-2007) y la adopción de tasa de referencia (tasa de fondeo interbancaria a un día). En 2008 se migra a tasa de interés objetivo, véase <https://www.banxico.org.mx/conociendo-banxico/semblanza-historica-historia.html>

que no enfrentan competencia; con pugnas distributivas entre los factores productivos; y, la banca central incrementa (en vez de reducir) las tasas de interés, como lo supondría la hipótesis de paridad descubierta de tasas de interés, HPDI –Mántey (2011:42). A partir de lo anterior, se postula que las economías emergentes y en desarrollo “tienen miedo a flotar”, y sus políticas monetarias operan a partir de diferenciales de tasas de interés respecto al sector externo para atraer flujos externos, con reservas internacionales abundantes, y políticas de esterilización para regular el tipo de cambio, y operaciones de mercado abierto para regular la tasa de interés, las cuales operan de manera combinada o separada. En caso de estabilidad cambiaria operan conjuntamente, y en condiciones de fuerte incertidumbre funcionan de manera independientemente. En este marco institucional, el banco central despliega una política de administración de pasivos con dos impactos importantes. Primero, existe un costo elevado de la política monetaria que asume el banco central; segundo, los bancos comerciales aumentan sus beneficios a partir de la gestión de la política monetaria, y se desincentiva la generación de liquidez en moneda nacional para el financiamiento de la producción, lo que se discutirá en la siguiente sección.

Política monetaria y la hoja de balance del Banco de México

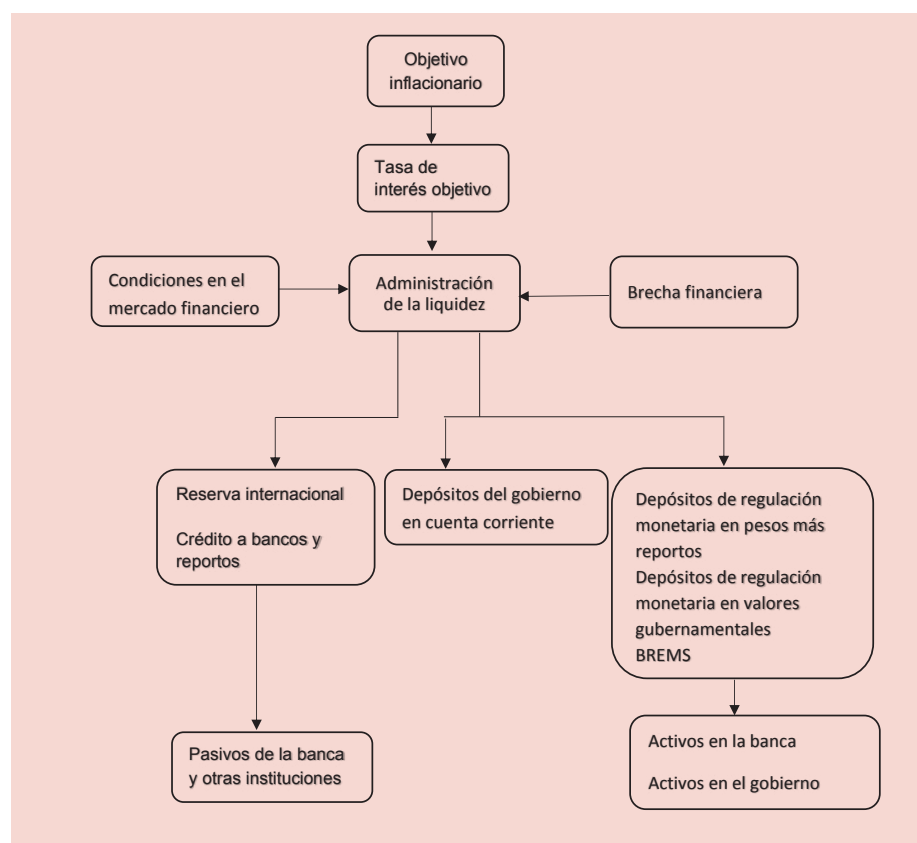
La operación de la política monetaria de metas inflacionarias en México, expuesta en el apartado anterior, se resume en el diagrama 1. El principal objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios, que se operativiza a través del establecimiento de una tasa de interés objetivo, la cual funciona como referencia para el resto de las operaciones del sector financiero, y su objetivo es estabilizar el tipo de cambio. Sin embargo, los flujos de capitales internacionales, atraídos por el diferencial de tasa interés externa y doméstica, generan montos de liquidez incompatibles con la estabilidad de precios, en tanto no son absorbidos por el sistema productivo. Ello obliga al Banco de México (BdeM) a esterilizar los aumentos en la base monetaria, a partir de operaciones de corto y largo plazo que comprenden depósitos de regulación monetaria, Bonos de Regulación Monetaria (BREMs) y *reportos* (véase Diagrama 1).

Uno de los primeros efectos del periodo de desregulación que se profundizó en los periodos de globalización e internacionalización del capital es el cambio de la composición de la hoja de balance del Banco de México (BdeM). La política de atracción de recursos doméstica y las medidas de flexibilización monetaria de Estados Unidos, denominados *quantitative easing*, aumentaron significativamente los recursos totales del BdeM, que pasaron de 8.7% en términos del PIB en 2000 a 18.5% en 2020. Por el lado de la composición de los activos, el aspecto más notable es el aumento de la participación de las reser-

vas internacionales, notoriamente a partir de 2010, asociado a las necesidades de valorización del capital extranjero.

Específicamente, entre 2000-2020, las reservas internacionales son el principal activo del Banco de México, que en promedio representó 77.8% del total de recursos (véase Tabla 1); siguieron en importancia los deudores por reportos (6.2% del activo total), lo cuales se explican por la nueva política monetaria que privilegia el uso de valores gubernamentales como medio para la provisión de liquidez, lo que es considerado como no inflacionario, en tanto no aumenta la emisión monetaria.⁵

Diagrama 1. Instrumentación de la política monetaria a través de depósitos de regulación monetaria



Fuente: elaboración propia.

⁵ Los deudores por reporto reflejan el efectivo que el Banco de México tiene derecho a recuperar por las operaciones de reporto que realiza, actuando como reportadora (i.e., compradora de los títulos vendidos temporalmente), véase Anexo 5 de la Circular Única de Bancos.

La contrapartida del aumento de las reservas internacionales es la drástica disminución de la participación de los créditos al gobierno federal, que se limitan a partir de 1994, así como a la banca comercial y de desarrollo (4% del total de recursos). Esto se debe a que, en el periodo de globalización, se consideró que la ampliación de los medios de pagos genera presiones inflacionarias. El rubro “Otros conceptos”, en promedio, representó 12% de los activos totales, e incluyen, entre otros, los financiamientos otorgados al Fobaproa, Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB), Fameval, Fideicomisos oficiales, Valores IPAB y Valores del sector externo.

Tabla 1. Recursos totales (RT) del Banco de México y su composición (%)

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
RT/PIB	8.7	8.6	10.0	10.0	9.7	9.5	10.3	10.0	12.8	12.8	11.2
R. internacional	53.6	57.1	56.9	66.3	71.5	72.4	71.2	66.7	69.7	66.3	81.3
Crédito a bancos*	11.2	9.8	14.8	10.4	8.5	7.9	3.3	3.7	4.3	5.1	0.5
Deudores por reporte	0	0	0	0	0	0.6	8.8	15.2	12.7	14.6	7.6
Otros conceptos**	35.3	33.1	28.3	23.4	19.9	19.1	16.6	14.5	13.4	14	10.6
Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
RT/PIB	13.8	14.0	15.1	17.0	19.1	18.1	16.3	15.8	15.3	18.5	13.2
R. internacional	91.2	90.8	90.5	91.5	87.8	90.5	89.2	90.4	90.4	88.5	77.8
Crédito a bancos*	0.2	0.8	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.8	4.0
Deudores por reporte de valores	1.1	3.8	5.9	6.1	10.7	8.3	9.5	8.2	8.3	9.7	6.2
Otros conceptos**	7.5	4.6	3.2	1.9	1.1	0.9	1	1.2	1.2	1	12.0

* Incluye banca comercial y banca de desarrollo

** Incluye financiamientos al Fobaproa, IPAB, Fideicomisos oficiales, Fameval, Valores externos y valores del IPAB.

Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México (2021).

Se resalta que el crédito del Banco de México al gobierno desaparece de los activos, bajo la lógica de que el gasto de gobierno financiado por el banco central crea inflación. De esta manera, el comportamiento de los activos del banco central, durante la política de objetivos inflacionarios, se caracteriza por el racionamiento de crédito al gobierno y la reducción del crédito a las instituciones financieras, en un contexto de alta liquidez proveniente del sector externo. Ello obligó a la política monetaria a operar la administración de la liquidez vía los pasivos del banco central, lo que constituyó una medida que actuó en beneficio de la banca y del sector financiero en su conjunto.

Por el lado de los pasivos del Banco de México destaca la alta participación de los pasivos de regulación monetaria, con una participación promedio de 41.2% del total en el periodo 2000-2020, con un máximo de 54.7% en 2013 (véase Tabla 2). Los pasivos de regulación monetaria incluyen los Bonos de Regulación Monetaria (BREMs) y los Depósitos de Regulación Monetaria (depósitos en efectivo y en valores gubernamentales).⁶

118

⁶ El monto de valores gubernamentales representa el monto neto entre la tenencia de valores gubernamentales del banco central, y los depósitos del gobierno derivados de las colocaciones de valores gubernamentales con propósitos de regulación monetaria; véase Estados Financieros del Banco de México 2020.

Los billetes y monedas representan el segundo concepto más importante del pasivo, con 34.2% del total. En tercer lugar están los depósitos del gobierno en cuenta corriente (17.7% del total), que en la práctica también cumplen funciones de regulación monetaria, como denota el gran aumento de su participación en plena crisis de los subprime en 2007-2008, manifestando un carácter procíclico; resalta que en 2020 se redujeron ligeramente en el contexto de la emergencia sanitaria.

En cuarto lugar se encuentran los depósitos de las instituciones bancarias de tipo comercial y de desarrollo, que incluyen los depósitos en cuenta corriente y otros depósitos, los cuales, en su conjunto, tienen un papel poco significativo en las obligaciones totales del banco central, con apenas 0.7% de las obligaciones totales. Por último, el resto de los conceptos tienen una participación de 6.2% de las obligaciones totales.

Tabla 2. Composición de las obligaciones del Banco de México, 2000-2020 (%)

Concepto	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1. Billetes y monedas	28.6	29	28.9	28.8	30.5	33.8	34.5	35.5	35.7	33.7	37.3
1.1. Pasivos de regulación monetaria	32.2	38.9	46.5	47.3	44.7	51	47.3	40.7	37.2	33.8	32.3
Depósitos del gobierno federal	20.8	23.3	16.3	13.5	16.7	13.5	18.6	23.3	25.1	22.2	26.6
Depósitos de la banca	1.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2	0	0.1	0.1	0.2	0.3
Otros pasivos	17	8.4	7.7	9.9	7.8	1.5	-0.3	0.4	2	10.1	3.5
Concepto	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Promedio
Billetes y monedas	36.6	32.8	32.8	32.7	31.7	34.3	37.7	41.4	41.6	40.2	34.2
Pasivos de regulación monetaria	45.2	50.3	54.7	51.9	45.8	33.9	34.1	32.9	33.9	30.4	41.2
Depósitos del gobierno federal	14	12.3	14.2	16.3	11.6	13.7	20	19.1	18.3	12.8	17.7
Depósitos de la banca	2.1	0	0	0	0.2	0.6	0.7	1.6	1.9	3.4	0.7
Otros pasivos	2.1	4.6	-1.8	-1	10.8	17.5	7.5	5.1	4.2	13.2	6.2

Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México (2021).

El redireccionamiento de la política monetaria del Banco de México hacia una administración más activa de los pasivos se enmarca en un cambio de política económica más amplio, que operó desde la desregulación, y en donde se otorga un papel menos activo al gobierno y al banco central en el crecimiento económico.

Un análisis más profundo permite determinar que el punto de partida de los cambios en la hoja de balance del Banco de México es el aumento de los flujos de capitales externos, lo cual se gestó en el marco de la desregulación y globalización económica de la economía mexicana, que la convirtieron en una de las principales receptoras de inversión extranjera –UNCTAD (2020).

Las reservas internacionales experimentaron un aumento sostenido, especialmente después de la crisis *subprime* de 2008,⁷ pasando de un promedio trimestral de 75,251 millones de dólares a 195,633 millones de dólares entre 2009-III y 2015-I (Banco de México, 2021), lo cual se explica por el exceso de liquidez creado por las políticas de *Quantitative Easing* (QE) que favorecieron su colocación en deuda emitida en los países en desarrollo –Pérez-Caldentey (2018). En particular, las políticas del QE provocaron un aplanamiento de la curva de rendimientos en los países desarrollados, lo que redujo el atractivo de invertir en activos de largo plazo –Toporowski (2017)–, volviendo más atractivas las inversiones en los países en desarrollo.

En este contexto, la política monetaria pasó, de tener un papel activo en la provisión de financiamiento a las instituciones de crédito, a esterilizar los activos derivados de la entrada de capitales, mediante el despliegue de pasivos de regulación monetaria del Banco de México. Particularmente, el BdeM realiza operaciones de esterilización para crear faltantes de liquidez en el sistema financiero que le permitan implementar su política monetaria de manera adecuada –Schwartz (1998)–, *i.e.*, cumplir con su tasa de interés objetivo de corto plazo. Empero, como se muestra más adelante, esto ha tenido un costo significativo no sólo en términos de la pérdida de la política monetaria y fiscal para apoyar el crecimiento económico, sino también un costo monetario para el banco central.

Para mostrar lo anterior, agruparon los pasivos del banco central con el gobierno, los cuales se integran por depósitos en cuenta corriente, y por los depósitos de los recursos obtenidos por la colocación de valores gubernamentales con fines de regulación monetaria, *i.e.*, depósitos en valores gubernamentales. De la misma manera se agruparon los pasivos del banco central que tienen como contraparte a la banca, los cuales se integran por los depósitos de regulación monetaria en efectivo de la banca y los BREMs (véase Figura 1).

Se encuentra que, entre 2000 y el tercer trimestre de 2006, la mayor parte de los pasivos del Banco de México tuvieron como contraparte a los bancos comerciales y de desarrollo, predominando los depósitos de regulación monetaria (DRM). Con esta vía de esterilización, los bancos no tenían posibilidad de hacer uso de la liquidez de los DRM, en tanto su duración es indefinida, y, además, su monto puede ser modificado según lo estime necesario el Banco de México.⁸ Esto obligaba a los bancos a adoptar una conducta más cuidadosa al

7 Conforme el artículo 20 de la Ley del Banco de México, está integrada por divisas y oro, así como títulos y valores considerados de primer orden en los mercados internacionales.

8 Es importante notar que el BdeM establece un monto de depósito de regulación monetaria para el sistema bancario en su conjunto, y ese monto se distribuye a prorrata en función de la participación que tiene cada banco en la captación tradicional (Banco de México, Circular 230/2008). Esto quiere decir que a los bancos con mayor participación de mercado se les asigna una proporción depósito mayor, aunque también obtienen una mayor participación en los intereses que genera el depósito.

momento de decidir la expansión de sus activos, so pena de adquirir liquidez a tasas de interés que afectaran sus costos de fondeo y redujeran sus ganancias.

Sin embargo, a partir del cuarto trimestre de 2006, la instrumentación de la política monetaria experimenta un cambio radical, el cual consistió en realizar operaciones de esterilización consistentes en que el Banco de México coloca, por cuenta propia, valores gubernamentales con propósitos de regulación monetaria. Los recursos obtenidos se mantienen depositados en el banco central durante la vigencia de los valores, constituyendo un activo a favor del gobierno (Art. 9 de la Ley del Banco de México). Como resultado, el gobierno se convirtió en el principal acreedor de Banco de México, y sus depósitos en el banco central superaron a los de la banca comercial.

Es así como los valores gubernamentales se volvieron el componente clave en la instrumentación monetaria,⁹ provocando que una parte sustantiva de estos instrumentos, especialmente Cetes y Bondes, pasen a cumplir funciones de regulación monetaria. En términos de la circulación total de valores gubernamentales, estos pasaron de representar 9.1% en 2008 a 14.1% en 2020, con un máximo de 22% en 2013 (Tabla 3).

Tabla 3. Depósitos de regulación monetaria en valores gubernamentales (% del total de valores gubernamentales en circulación)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
% del total de valores gubernamentales en circulación	1.02	7.0	9.5	10.2	8.3	16.0	21.2	22.3
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
	21.3	21.3	15.6	14.8	13.4	13.6	14.1	

Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México (2021, 2021b).

De acuerdo con Capraro y Pánico (2021), el establecimiento de depósitos en valores gubernamentales, y no en efectivo, es una decisión política que favorece a las instituciones financieras. De manera más concreta, los valores gubernamentales permiten a los bancos mantener activos que facilitan su acceso a la liquidez y, al mismo tiempo, con ellos obtienen un rendimiento nominal, mientras que los depósitos en efectivo no otorgan esta posibilidad a los bancos.

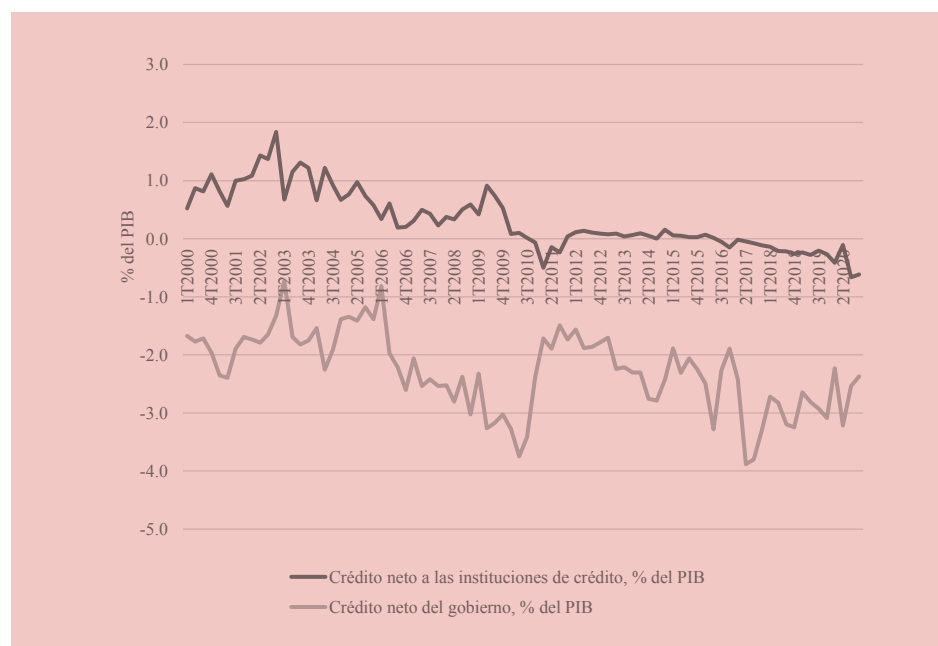
El aumento de los valores gubernamentales contrasta con la disminución de los reportos (*i.e.*, acreedores por reporto) como vía para sustraer liquidez del sistema bancario. Esto manifiesta que las operaciones de esterilización tienen predominantemente un perfil de mediano y largo plazo.

La relevancia que tiene el aumento de los pasivos de la banca y gobierno es que transformaron la relación del Banco de México con los bancos y el

⁹ Con los depósitos de regulación monetaria en valores gubernamentales se revivió la política del coeficiente de liquidez vigente entre 1988 y 1991 (Banco de México, 1988 y 1991).

gobierno –Capraro y Pánico (2021)–, en tanto, en ambos casos, se convirtieron en acreedores netos del banco central. Por una parte, si al crédito que el BdeM otorga a la banca se le restan los depósitos de la banca (depósitos de regulación monetaria más depósitos en cuenta corriente y otros), se observa que el crédito neto de los bancos se mantuvo negativo desde el tercer trimestre de 2016 (véase Figura 1), alcanzando niveles superiores a 0.6% del PIB en 2019 y 2020. Es decir, las instituciones de crédito pasaron de deudoras a acreedoras netas con respecto al banco central.

Figura 1. Crédito neto a las instituciones de crédito y al gobierno, 2000-2020 (Millones de pesos)



Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México (2021, 2021c).

Por otro lado, la relación entre el Banco de México y el gobierno también se modificó en el periodo de globalización, en tanto este último también se vuelve un acreedor neto del banco central porque, al eliminarse el crédito al gobierno, sus depósitos en cuenta corriente en el Banco de México se convierten en un préstamo. El crédito neto del gobierno (diferencia entre el crédito y los depósitos del gobierno) fue negativo durante todo el periodo 2000-2020 –véase (Figura 1)–, superando niveles superiores a 3% del PIB en varios trimestres del periodo de análisis. En la lógica del Banco de México, el propósito de esta política es evitar que el aumento de los medios de pago erosione el valor de la moneda doméstica.

Por el contrario, el Banco de México paga intereses a las instituciones financieras y al gobierno, ocasionando un alto costo para el Banco de México. Los intereses pagados al gobierno representaron, en promedio, 73.6% de los egresos por intereses del banco central, mientras que los pagos a la banca representaron 15.7%. No obstante, es importante notar que los pagos al gobierno reflejan en última instancia los rendimientos que pagan los valores gubernamentales a las instituciones financieras, y de cuya colocación derivan los depósitos gubernamentales.

El porcentaje restante correspondió al pago del Banco de México a otras instituciones, como el FMI, autoridades financieras extranjeras y el Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo. De manera más específica, los pagos a los bancos y al gobierno pasaron de representar 0.61% del PIB en 2014 a 1.07% en 2019.

Tabla 4. Composición de los egresos financieros del banco central, 2014-2020 (%)

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Pagos por depósitos del gobierno	74.0	73.4	70.7	75.1	73.4	75.4	73.3
Por depósitos en cuenta corriente	19.2	16.3	23.8	32.4	31.3	30.6	24.9
Por DRM en valores gubernamentales	54.9	57.2	46.9	42.8	42.1	44.8	48.4
Pagos por depósitos de la banca	12.8	13.6	16.8	15.3	17.0	17.2	17.0
DRM de bancos en efectivo	11.6	11.1	11.5	9.6	10.0	9.7	7.8
Por depósitos en cuenta corriente	0.0	0.2	1.0	1.0	2.1	2.7	4.7
Por BREMs	1.2	2.3	4.3	4.7	4.9	4.7	4.4
Otros egresos*	13.1	13.0	12.5	9.6	9.6	7.5	9.4
Egresos financieros totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	99.7
Pagos a la banca y el gobierno, % del PIB	0.61	0.33	0.58	0.95	0.98	1.07	0.76
Perdida financiera, % del PIB	-0.63	-0.31	-0.37	-0.18	-0.28	-0.36	-0.09

DRM: Depósitos de regulación monetaria.

*Incluyen pagos al FMI, autoridades financieras extranjeras y el Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo. Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México. Fuente: elaboración propia con datos de Banco de México (2014-2020).

Los altos costos financieros de los pasivos de regulación monetaria provocan resultados negativos para el Banco de México, como se demuestra en siete de los ocho años comprendidos entre 2014 y 2020 (Tabla 4). Esta pérdida financiera se origina del diferencial negativo entre los intereses que devenga la reserva internacional y las tasas de interés de los valores gubernamentales (Mántey, 2013), y demás pasivos relacionados con la regulación monetaria.

La actual política coloca al Banco de México en una posición de fragilidad financiera, que se expresa en la dependencia de los flujos de capitales externos e ingresos inferiores a sus egresos. Adicionalmente, limita también el margen de maniobra de política fiscal, al descargar en la hacienda pública parte de los costos de la política de regulación monetaria. Ante ello, es obligatorio cuestio-

narse si esta es la mejor forma en que el Banco de México puede contribuir al desarrollo económico de México, especialmente cuando se observa la política de metas de inflación con periodos de bajas tasas de crecimiento del PIB y altas ganancias del sector bancario, como se muestra en el siguiente apartado.

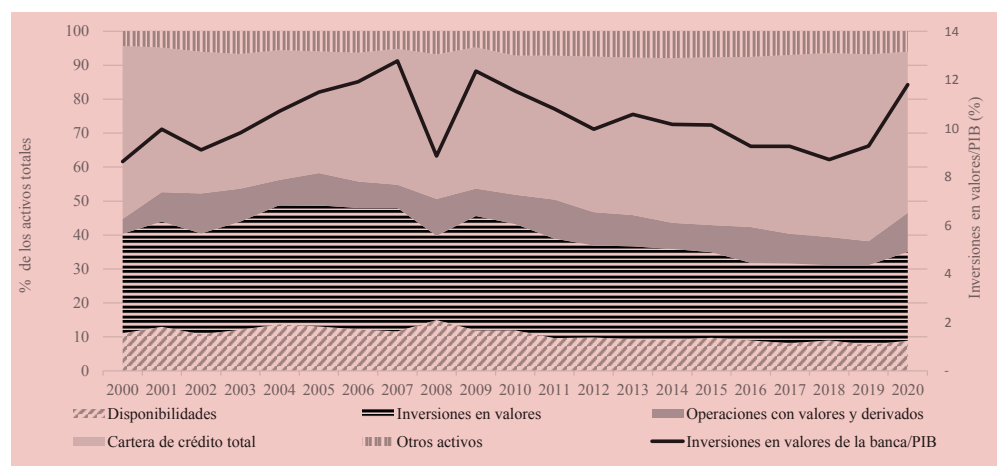
La nueva política monetaria y los rendimientos de las instituciones financieras

Las instituciones bancarias percibieron intereses por depósitos de regulación monetaria, que representaron, en promedio, 15.7% de los egresos financieros del banco central. Como los depósitos de regulación se prorrratean en función de la captación, se infiere que la mayor parte de los intereses pagados por el Banco de México a los bancos son captados por los bancos comerciales (84.6% de la captación total en diciembre de 2020, CNBV, 2021), dado que la banca de desarrollo desempeña un papel secundario.

Sin embargo, una visión más amplia de la situación permite determinar que los ingresos percibidos por la banca relacionados con la regulación monetaria son mayores que el citado porcentaje. En particular, deben agregarse los intereses que obtienen los bancos de los valores gubernamentales (Cetes y Bondes a diferentes plazos) colocados con propósitos de regulación monetaria, sobre los cuales se pagan tasas de interés de mercado (véase Circular 6/2012).

A nivel de la hoja de balance de los bancos comerciales, los valores gubernamentales en su conjunto están incluidos dentro del concepto de inversiones en valores, lo que constituye el segundo rubro más importante de los activos, sólo inferior a la cartera de crédito (véase Figura 2). Además, representa la segunda fuente de ingresos por intereses de los bancos comerciales, pese a que ha tenido lugar una disminución de su participación en términos del PIB.

Figura 2. Composición de los activos de la banca múltiple, 2000-2020 (%)



Fuente: elaboración propia con datos de la CNV (2021) y Banco de México (2021c).

Los valores gubernamentales representaron, en promedio, 24% de las inversiones en valores de la banca comercial en el periodo 2009-2020, siendo una parte sustantiva de la operación de los bancos comerciales.¹⁰ En primer lugar le proporcionan ingresos por intereses, y en segundo lugar representan activos que cumplen la función de amortiguador (*buffer*) (Godley y Lavoie, 2006), pudiéndolos negociar de manera definitiva o temporal, para hacer frente a sus necesidades de liquidez. O bien, para reinvertir los recursos en actividades de mayores rendimientos (Capraro y Pánico, 2021).

Nótese que el cambio hacia un mayor uso de los valores gubernamentales en la regulación monetaria se explica por su potencial de convertirlos en dinero de alto poder sin grandes castigos en su precio, y, en consecuencia, sin provocar grandes aumentos en los costos de fondeo de la banca comercial. Lo que en términos prácticos se traduce ampliación de las ganancias de los bancos comerciales.

Asimismo, el rendimiento de los valores gubernamentales constituye un piso para otras actividades bancarias, como los créditos y los valores privados. De esta manera, la política de diferenciales positivos entre la tasa de interés doméstica y externa, contribuye a explicar la presencia de altos rendimientos en la banca comercial, que se mantuvieron, incluso en el contexto adverso de la crisis financiera internacional de 2008 y durante la emergencia sanitaria en 2020, aunque en este último año fueron relativamente menores (véase Tabla 5).

La implicación de lo anterior es que la actual política monetaria de administración de pasivos auspicia una banca rentista, con pocos incentivos para aumentar el crédito al sector privado en términos del PIB, indicador que se ubica por debajo de países latinoamericanos de similar grado de desarrollo –Banco Mundial (2019).

Cuadro 5. Rendimiento sobre los activos (ROA) y rendimiento sobre el capital (ROE) de la banca comercial, 2000-2019 (%)

Periodo	2001-2005	2006-2009	2010-2014	2015-2019	2006-19	2020
ROA	1.0	1.7	1.5	1.5	1.6	0.9
ROE	12.9	17.8	13.6	14.4	15.1	9.0

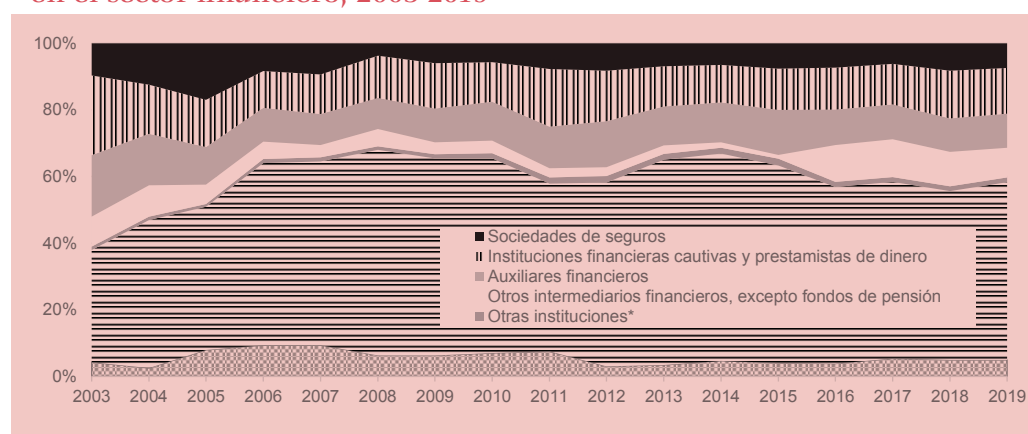
Fuente: elaboración propia con datos de la CNBV (2021).

Las ganancias de la banca comercial son adicionalmente beneficiadas porque su principal fuente de fondeo son los depósitos a la vista, *i.e.*, exigibilidad inmediata, y depósitos a plazo –CNBV (2021)–, sobre los cuales se pagan bajas tasas de interés nominales, lo que en la práctica produce tasas de interés reales negativas a los depositantes.

¹⁰ Cálculos propios con datos de la CNBV (2021) y Banco de México (2021d).

La política monetaria de metas de inflación construyó un marco institucional que favorece la gestión de las ganancias de las instituciones bancarias. En este contexto, se explica el significativo aumento en la participación del sector bancario en el excedente neto de operación del sector financiero, que pasó de 33.7% en 2003 a 53.4% en 2019, con un máximo de 62.3% en 2014 (véase Figura 4). Esto llama la atención porque ocurre en un contexto de estancamiento de la actividad económica, que se profundizó con el surgimiento de la pandemia provocada por el COVID19.

Figura 3. Distribución del excedente neto de operación en el sector financiero, 2003-2019



Conclusiones

En el periodo de regulación de la política monetaria, la estrategia de desarrollo estuvo sustentada en el otorgamiento de crédito al gobierno, y el establecimiento de límites a las tasas de interés de los intermediarios financieros sobre créditos a sectores productivos considerados prioritarios, *i.e.*, el sector financiero servía los propósitos del sector productivo. Sin embargo, a partir del ascenso del capital financiero cambiaron las prioridades de las instituciones del sistema financiero.

La desregulación y apertura crearon un circuito monetario global impulsado por los flujos de capitales. Se diseñó un marco institucional para proteger la valorización del capital financiero a través de la estabilidad de precios. En este sentido, la autonomización de los bancos centrales garantizó la adopción de la estabilidad de precios como objetivo único de los bancos centrales, así como la restricción de crédito al gobierno y las instituciones bancarias. Sin embargo, ello impuso condiciones adversas para el desarrollo del sector productivo, perpetuando la dependencia de los países en desarrollo.

México es un caso representativo donde los flujos de capitales se volvieron fundamentales para la estabilidad de precios, dada la presencia de importantes efectos traspaso del tipo de cambio a la inflación, en condiciones de déficit estructural en la cuenta corriente.

El problema que los flujos de capitales crean grandes montos de liquidez que debilitan la capacidad del BdeM para influir en la oferta monetaria vía su tasa de interés objetivo. Lo condicionan a trasladar el manejo de su política monetaria a sus pasivos para esterilizar los aumentos en la base monetaria, lo que presiona al alza la estructura de rendimientos en la economía doméstica, en beneficio del sector financiero.

En este contexto, la presencia de abundantes recursos monetarios no se canaliza al financiamiento de largo plazo del sector productivo, porque el marco institucional de la nueva política monetaria está diseñado para beneficiar la valorización del capital financiero extranjero y doméstico, vía altos diferenciales de tasas de interés originados por la administración de pasivos de regulación monetaria. También explica la imposibilidad del uso de la política fiscal con fines contracíclicos.

Bibliografía

- Amsden, A. (2004). “La sustitución de importaciones en la industria de alta tecnología. Prebisch renace en Asia”. (Import Substitution in High Tech Industries. Prebisch Reborns in Asia), *Revista CEPAL*, 82, 75-90. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/1831>
- Amsden, A. (1989). *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. Nueva York y Oxford: Oxford University Press. DOI:10.1093/0195076036.001.0001
- (2021). Recursos y obligaciones de Banco de México. Disponible en: Estructura de información (SIE, Banco de México) (banxico.org.mx). Consultado el 28 de agosto de 2021.
- (2021b). Valores en circulación. Disponible en: Directorio de cuadros y estructuras de información (SIE, Banco de México) (banxico.org.mx). Consultado el 28 de agosto de 2021.
- (2021c). Producto interno bruto. Disponible en: Estructura de información (SIE, Banco de México) (banxico.org.mx). Consultado el 28 de agosto de 2021.
- (2021d). Recursos y obligaciones de la banca comercial. Disponible en: Estructura de información (SIE, Banco de México) (banxico.org.mx). Consultado el 27 de agosto de 2021.
- (1989-1991). Informes anuales. Informes anuales, economía, Banco de México (banxico.org.mx)
- (1993). Ley del Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/tipo/disposiciones/marconormativo/ley>

- (varios años). Circulares sobre depósitos de regulación monetaria.
- (2014-2020). Estados Financieros Dictaminados. Estado mensual y balance general anual, contabilidad, Banco de México (banxico.org.mx)
- Banco Mundial (2019). Datos. <https://datos.bancomundial.org/indicador/FS.AST.PRVT.GD.ZS?view=chart>
- Blinder, A. (1998). *Central Banking in Theory and Practice*. MIT Press
- Borio C, and P. Disyatat (2015). Capital flows and the current account. Taking financing (more) seriously, BIS, *Working Paper*, 525, October. Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously (bis.org)
- Capraro, S. y Pánico, C. (2021). Monetary policy in liberalized financial markets: the Mexican case. *Review of Keynesian Economics*, Vol. 9 No. 1, Spring 2021, pp. 109–13.
- Capraro S. y I. Perrotini (2012). “Intervenciones cambiarias esterilizadas, teoría y evidencia: el caso de México”. *Contaduría y Administración*, vol. 57, núm. 2, abril-junio, pp. 11-44. <http://dx.doi.org/10.22201/fca.24488410e.2012.182>
- CNBV (2021). Portafolio de información. Portafolio de Información (cnbv.gob.mx)
- Eatwell, J., y Taylor, L. (2000). *Global Finance at Risk*. Nueva York, E. U: The New Press.
- Epstein, G. (2005). Introduction: *Financialization and the world economy*, Financialization and the world economy. G. Epsterin coordinador (pp. 3-16). Edward Elgar Publishing Limited.
- Fajnzylber, F. (1990). “Industrialización en América Latina: de la “caja negra” al “casillero vacío”: comparación de patrones contemporáneos de industrialización”. *Cuadernos de la CEPAL* (60)76. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/27955>
- Godley, W. y Lavoie, M. (2006). “Features of a realistic banking system within a Post-Keynesian stock-flow consistent model” en Mark Setterfield (editor), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory. Essays in Honour of Basil J. Moore*, UK, Edward Elgar Publishing.
- Gurley, J., y Shaw, E. (1960). *Money in a theory of finance*. Washington: The Brookings Institutions.
- INEGI (2021). Sistema de Cuentas Nacionales de México (2021). Disponible en: Sectores Institucionales (inegi.org.mx). Consultado el 27 de agosto de 2021.
- Kalecki, M (1977) *Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Keynes, J. M. (1930). *The Treatise on Money* (Vol. II). Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press.
- Lamfalussy. A. (1978) Beyond Bretton Woods: Floating Exchange Rates and Capital Movements en *Keynes and International Monetary Relations*. Edi-

- ted A.P Thirwall, Palgrave. Macmillan, USA, pp. 107-122. Beyond Bretton Woods: Floating Exchange Rates and Capital Movements | SpringerLink
- Levy, N. (2010). Comparación del periodo de “sustitución de importaciones” y el “secundario exportador”. En G. Mántey, y N. Levy (Edits.), *Cincuenta Años de Políticas Financieras para el Desarrollo en México, (1958-2008)* (págs. 149-178). Plaza y Valdez
- Levy, N. y J. Bustamante, (2021). “The unique development of non-financial corporations in Latin America” en *Capital movements and corporate dominance in Latin America. Reduced growth and increased instability*, Edward Elgar Publishing limited
- Milberg, W. (2008). Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37(3), 420-451.
- Mántey, M. G (2010) Políticas Financieras en México: ¿Qué hemos aprendido de 1958 a 2008. En G. Mántey, y N. Levy (Edits.), *Cincuenta Años de Políticas Financieras para el Desarrollo en México, (1958-2008)* (págs. 149-178). Plaza y Valdez
- (2011) La política de tasa de interés interbancaria y la inflación en México. *Investigación Económica*, Vol. LXX. <http://dx.doi.org/10.22201/fe.01851667p.2011.277.37320>
- (2013). El apoyo fiscal al banco central y la pérdida del señoreaje. *Economía UNAM* vol. 10 no. 30, Ciudad de México sep./dic. El apoyo fiscal al banco central y la pérdida del señoreaje | Mántey | Economía, UNAM
- McKinnon, R. (1973). *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*. México: CEMLA.
- Modigliani, F. y L. Papademos (1975). “Targets for Monetary Policy in the Coming Year”, *Brookings Papers of Economic Activity*, Washington D. C., pp. 141-6. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1975/01/1975a_bpea_modigliani_papdemos.pdf
- Panico C. (2014) *Política Monetaria y Derechos Humanos: en enfoque metodológico y su aplicación a Costa Rica, Guatemala, y México*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Octubre , 2014-027. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/37150-politica-monetaria-derechos-humanos-un-enfoque-metodologico-su-aplicacion-costa>
- Pérez-Cáldentey E. y M, Vernengo (2021) “Financialization, Deindustrialization and Instability in Latin America, *Working paper series* Financialization, deindustrialization and Instability in Latin America, July, [https://www.researchgate.net/publication/353622937_Financialization_Deindustrialization_and_Instability_in_Latin_America](https://www.researchgate.net/publication/353622937_Financialization_Deindustrialization_and_Instability_in_Latin_America_WORKINGPAPER_SERIES_Financialization_Deindustrialization_and_Instability_in_Latin_America)
- (2018). Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera. En Abeles, M. *et al.* edits. *Estudios sobre*

- financierización en América Latina, Cepal*, pp. 141-170. Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera | United Nations iLibrary (un-ilibrary.org)
- Russell, E. (2008). *New Deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*. New York: Routledge.
- Schwartz, M. (1998). Consideraciones sobre la instrumentación de la política monetaria. Documento de investigación. Banco de México. doc2001-2.PDF (banxico.org.mx)
- Smithin, J. (1996). *Macroeconomic Policy and the Future of Capitalism: The Revenge of the Rentiers and the Threat to Prosperity*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Stallings, B., y Studart, R. (2006). *Financiamiento para el Desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada*. CEPAL. Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada | Publicación | Comisión Económica para América Latina y el Caribe (cepal.org)
- Toporowski, J. (2013). "International credit, financial integration and the euro," *Cambridge Journal of Economics* 2013, 37, 571-584 doi:10.1093/cje/bet008 Advance Access publication 9 April 201
- UNCTAD (2020). World Investment Report. Jun. https://unctad.org/system/files/official-document/wir2020_en.pdf. Consultado el 2 de junio de 2021.
- Williamson, J. (2004) "The strange history of the Washington consensus", *Journal of Post Keynesian Economics*, 27:2, 195 -206, DOI: 10.1080/01603477.2004.11051438, pp. 195-206.