



Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

La situación del crédito en México: *Perspectivas y recomendaciones*

Jorge Sánchez Tello

Guillermo Zamarripa

Jorge Sánchez Tello
Investigador asociado FUNDEF

Editorialista y columnista en diferentes diarios de circulación nacional con la columna “Paradigma Económico”. Colaborador en diferentes programas de radio y televisión. Camino a Santa Teresa No. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Twitter @jorgeteilus
Email: jorge.sanchez@itam.mx

Guillermo Zamarripa
FUNDEF México

Director general e investigador de tiempo completo, FUNDEF. Camino a Santa Teresa No. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.
Email: guillermo.zamarripa@itam.mx

Agradecemos los comentarios del Ing. Guillermo Güémez a versiones anteriores de este documento. Los errores, opiniones, omisiones e imperfecciones son únicamente responsabilidad de los autores y no reflejan el punto de vista ni la visión de FUNDEF o las instituciones donde laboran.

Documentos de Coyuntura Estructural FUNDEF 2013-001

FUNDEF - Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.
www.fundef.org.mx

Somos una institución sin fines de lucro, independiente e imparcial, que reside en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Elaboramos estudios sobre el Sistema Financiero Mexicano que sean considerados investigaciones académicas de vanguardia. Nuestros estudios tendrán además como propósito hacer recomendaciones específicas de política pública en la materia. Compartimos los principios del ITAM al buscar contribuir al desarrollo de una sociedad más libre, más justa y más próspera.

© D. R. 2013, Jorge Sánchez Tello y Guillermo Zamarripa
© D. R. 2013, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.
Camino a Santa Teresa No. 930, D. F. 10700, México

Índice

I. Introducción	4
II. Contexto actual de México	6
III. Intermediación financiera	10
IV. El financiamiento en la literatura económica	14
V. Riesgos de la expansión del financiamiento	16
VI. El financiamiento en México	24
VII. Escenarios de crecimiento del financiamiento total	31
VIII. Conclusiones y recomendaciones de política	41

Referencias

Introducción

I

La iniciativa de Reforma Financiera presentada por el Ejecutivo Federal tiene como uno de sus objetivos la reactivación del mercado de financiamiento para lograr un mayor crecimiento económico. Su diagnóstico parte del hecho de un bajo nivel de financiamiento al sector privado en México. Afirma que a pesar de tener uno de los sistemas financieros más sólidos y robustos del mundo, al mismo tiempo es uno de los que menos prestan. La solución que plantean ante este dilema es otorgar más crédito y más barato, es decir una expansión del crédito.

Si bien la autoridad tiene razón en que el nivel de financiamiento al sector privado es bajo, surgen varias interrogantes respecto a por qué el crédito es bajo y cómo debería crecer. El objetivo de este trabajo es dar una visión sobre la segunda interrogante, planteando lo que puede ser una dinámica razonable de crecimiento del crédito en México.

El crédito puede ser una espada de doble filo. Si se utiliza de manera adecuada y con responsabilidad, puede impulsar el crecimiento económico. Cuando se utiliza de manera imprudente y en exceso, el resultado puede ser una crisis financiera por el endeudamiento excesivo de los hogares y las empresas. La Reforma Financiera tiene sus aspectos positivos, ya que toca una problemática relevante. Sin embargo, es importante tener cuidado con una expansión desmedida del crédito dada la experiencia nacional e internacional.

Reinhart y Rogoff, en su libro *This time is different*, alertan sobre los riesgos de una expansión excesiva del financiamiento:

“Cuando un *boom* financiero está basado en endeudamiento, casi siempre el resultado será una falsa imagen positiva de las políticas públicas, de la capacidad de una institución financiera para generar enormes ganancias o del estándar de vida de un país. La mayoría de estos *booms* terminan mal. Desde luego, los instrumentos de deuda ocupan un lugar fundamental en cualquier economía, antigua o moderna, pero alcanzar un equilibrio entre el riesgo y las oportunidades de deuda será siempre un gran reto.”

El presente documento consiste en ocho secciones que incluyen la presente introducción. En la segunda sección se analiza el contexto actual de México, en la tercera el papel y la importancia de la intermediación financiera. En la cuarta sección se hace una revisión de la literatura económica sobre el crédito. La quinta sección explica los riesgos de una expansión excesiva del financiamiento. En la sexta sección se hace un análisis sobre el financiamiento en México. La séptima sección plantea diferentes escenarios de crecimiento del financiamiento. La octava sección contiene las conclusiones y algunas propuestas.

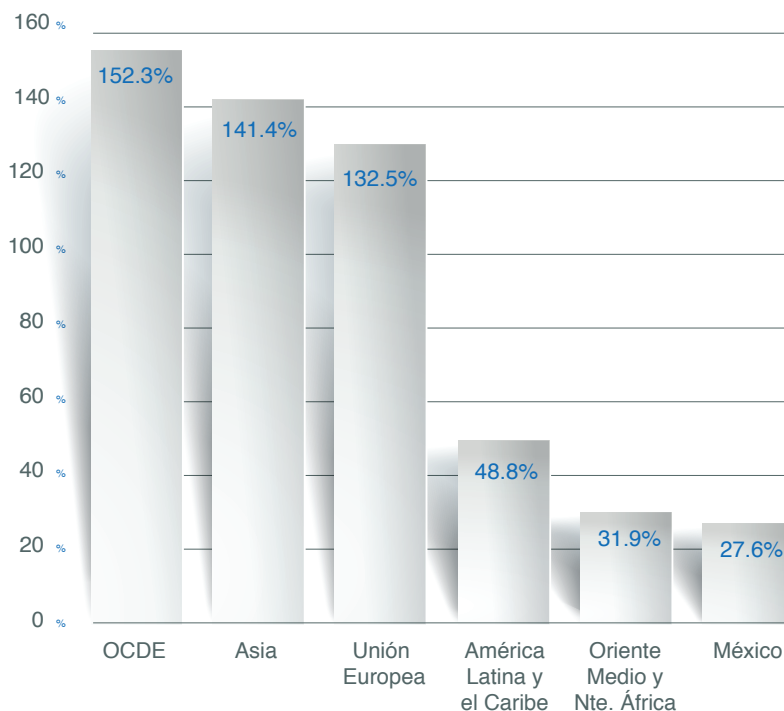
Contexto actual de México

II

En esta sección se muestra la situación actual del crédito en México frente a otras naciones. Esta comparación será el punto de partida para comprender la diferencia del crédito entre los países. La primera comparación es la del financiamiento total al sector privado en México, con la situación de otras regiones. Posteriormente se hace el comparativo entre diferentes países desarrollados, para concluir con el comparativo frente a algunos países en América Latina.

La gráfica II.1 muestra que el financiamiento total al sector privado es bajo en comparación con el promedio de diferentes regiones del mundo. Llama la atención que incluso Oriente Medio y el Norte de África tienen una mayor penetración promedio del financiamiento que México.

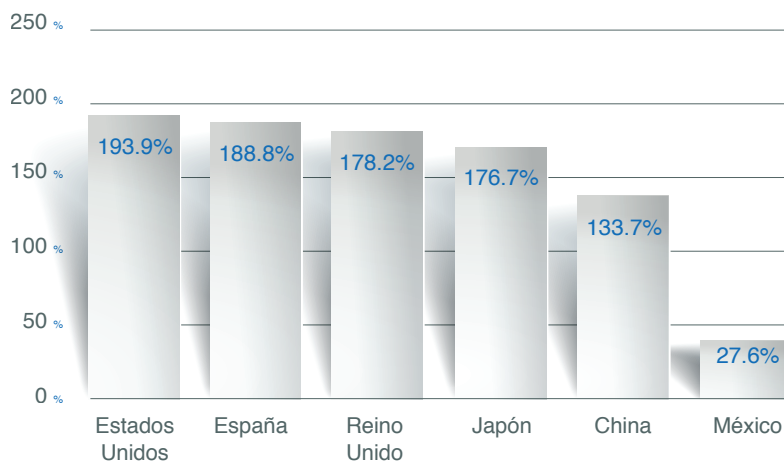
Gráfica II.1. Financiamiento total al sector privado, 2012
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

En la gráfica II.2 se puede observar que el financiamiento al sector privado en México se encuentra en niveles muy inferiores, en comparación con los países desarrollados. Si bien esto puede significar una oportunidad muy importante de crecimiento del financiamiento, es necesario aprovecharla de una forma responsable. Sin embargo, dada la situación actual de algunos de estos países, queda claro que el nivel objetivo de profundización del financiamiento en México no es para llegar a esos niveles.

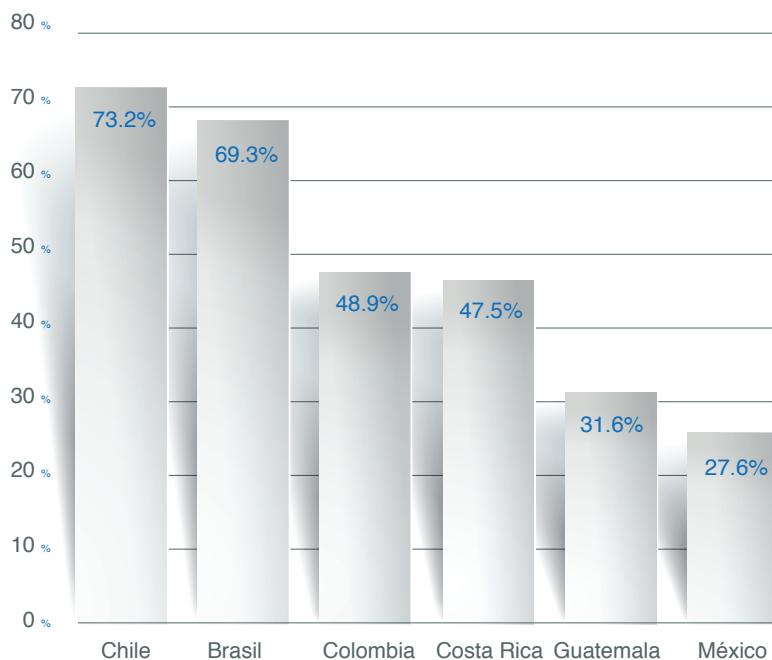
Gráfica II.2. Financiamiento total al sector privado, 2012
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

Se presentan a continuación los datos de países de la región en la gráfica II.3. A pesar de la crisis financiera internacional, durante los últimos años se ha observado una expansión del crédito en esta región, la cual incluye a México. Sin embargo, nuestro país sigue muy por debajo de países que han alcanzado un importante desarrollo, como Chile, e incluso está por debajo de Guatemala.

Gráfica II.3. Financiamiento total al sector privado, 2012
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

Si bien el nivel de crédito respecto al PIB es bajo en México, ello puede deberse a una serie de factores estructurales de la economía mexicana. Aunque esta es una pregunta relevante, no es el propósito de este documento. Este estudio parte del supuesto que el nivel de crédito es demasiado bajo en México y que este indicador debe aumentar.

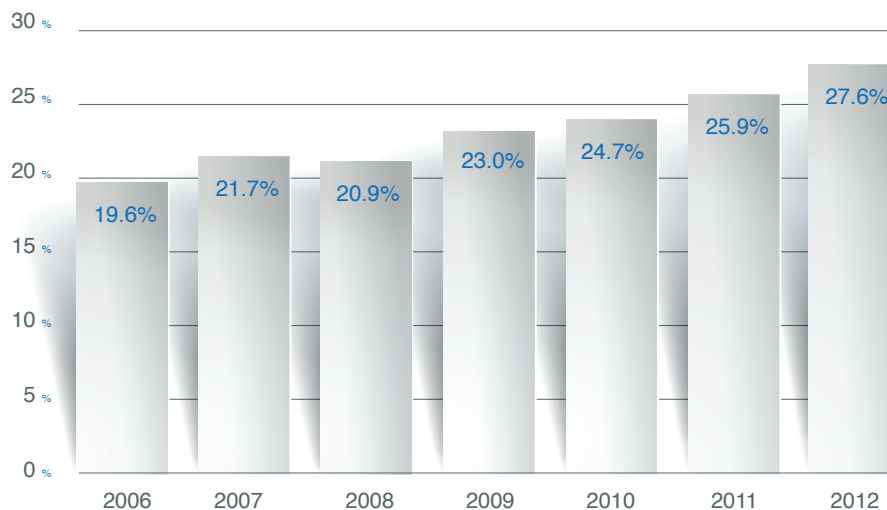
Se buscará en la sección VII dar algunas evidencias de qué es un crecimiento razonable del crédito en México, en el mediano plazo. Pero antes, es importante analizar cuál ha sido el comportamiento del financiamiento en los últimos años, con el objetivo de saber cómo ha crecido recientemente.

Si bien el indicador es bajo, en México existe una dinámica de crecimiento del financiamiento total al sector privado que, a pesar de tener un sistema financiero poco profundo, está en

movimiento, lo que le da otro matiz a la investigación. No se trata de pasar de la inacción total del crecimiento del crédito, sino qué tanto se acelera dicho crecimiento.

Los datos muestran que el crédito está creciendo en México, como se puede apreciar en la gráfica II.4. A pesar de que hubo un pequeño efecto adverso por la crisis financiera internacional de 2008, el indicador ha mostrado una clara tendencia al alza. Ello muestra que el Sistema Financiero no ha estado inactivo, por lo que deberá presentarse una aceleración, pero controlando los riesgos.

Gráfica II.4. Financiamiento total al sector privado en México, 2003-2012
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

En la gráfica II.4 se puede observar que, de 2006 a 2012 el indicador ha aumentado en ocho puntos del PIB, con lo que se pasó del 19.66% al 27.69%, lo cual indica la clara tendencia a la alza. Sin embargo, no ha sido suficiente para alcanzar los niveles que tienen otras naciones, lo cual es un gran reto para México, siempre y cuando se haga de forma prudente.

Intermediación financiera



En esta sección se presentan referencias a algunas investigaciones que se han hecho sobre la relación entre el crédito y su importancia para el crecimiento de la economía. Cuando se habla del sistema financiero, siempre se comenta que su principal objetivo es la intermediación, que consiste en recibir fondos de los ahorradores, que posteriormente se canalizarán hacia quienes requieren financiamiento a través de operaciones de crédito.

La literatura económica teórica y empírica sugieren que hay una estrecha relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. A grandes rasgos, la evidencia sugiere que los países que cuentan con sistemas financieros y mercados de capitales desarrollados, crecen más rápido que los que no los tienen.

Esta es una de las premisas teóricas que, desde principios del siglo XX, economistas como Schumpeter (1912) propusieron. Él establecía que las instituciones bancarias canalizaban el ahorro de la sociedad, vía créditos, a los proyectos más rentables e innovadores, promoviendo con ello tanto el desarrollo tecnológico como el crecimiento económico.

Romer (1986) argumenta que el sector financiero contribuye al desarrollo económico en la medida que transfiere y distribuye de forma óptima los recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios, lo que eleva la productividad y el nivel general de eficiencia de una sociedad.

Solow (1998) reconoce una conexión entre la naturaleza del sistema financiero y la senda de crecimiento, que actúa a través del control del banco sobre los gestores de los proyectos de inversión (empresas). En la medida que la supervisión del banco garantice niveles adecuados de calidad de activos y rendimiento, y evite problemas de mala gestión o fraude, la viabilidad de los proyectos contribuirá al crecimiento económico. Es decir, un sistema financiero desarrollado mitiga problemas de asimetría de la información como un bien público.

Honohan (2004) reconoce un vínculo positivo entre financiamiento y crecimiento, afirmando que este último es indispensable para reducir los niveles de pobreza de una nación. Para él,

existen dos canales por medio de los cuales la función financiera puede afectar el crecimiento económico: la acumulación de capital y la innovación tecnológica.

Si bien hay muchos argumentos teóricos en esta materia, adicionales a los presentados, lo importante es que hay mucha evidencia empírica que respalda lo anterior. Por ejemplo, Beck y Levine (2004) concluyeron que el desarrollo financiero causa el crecimiento económico en el largo plazo y sus resultados sugieren que, un país con mayor tamaño de su mercado de valores y con un mayor desarrollo del mercado de crédito, después de 18 años su PIB real per cápita habría sido casi un 30 por ciento mayor y su productividad habría sido casi un 25 por ciento más alta.

III.I Intermediarios Financieros

Un intermediario financiero evita que los individuos con ahorros tengan que hacer la evaluación de a quién financiar. Los intermediarios surgen en una economía donde los costos de adquirir información, de hacer cumplir los contratos y de transacción generan incentivos para su existencia. En otras palabras, los sistemas financieros surgen con el propósito de reducir los costos, además de minimizar las fricciones y asimetrías que existen en los mercados.

Diamond (1984) argumenta que los costos de adquisición de la información crean incentivos para el surgimiento de intermediarios financieros¹. Supongamos, por ejemplo, que la adquisición de información sobre una tecnología de producción tiene un costo fijo. Si no hay intermediarios, cada inversionista debería pagar dicho costo fijo. Sin embargo, como reacción frente a esta estructura de costos de la información, determinados grupos de individuos

¹ Fabozzi (1996) da una visión similar sobre este tema al definir que un intermediario financiero es una institución que desempeña el papel de transformación de activos financieros no deseables en activos financieros de mayor interés para la población, cumpliendo alguna de las siguientes funciones económicas: intermediación del vencimiento, reducción del riesgo inherente a toda asimetría de la información, reducción de costos (de contratación, de transacción, de procesamiento de la información, etc.) y oferta de mecanismos de pago.

podrían crear o utilizar intermediarios financieros, o colaborar con ellos, para reducir los costos de adquirir y procesar información sobre inversiones.

Otra explicación que justifica la existencia de los intermediarios es el problema de riesgo moral que surge del hecho de que las acciones del prestatario, posteriores a la firma del contrato, no se pueden verificar o controlar perfectamente por parte del prestamista. En este contexto, Diamond (1984) analiza las ventajas comparativas de los bancos como entidades delegadas en la supervisión de los proyectos de inversión.

En resumen, los intermediarios financieros² eficientes buscan beneficiar a las empresas que dependen de fondos externos para financiar su crecimiento. Es decir, los intermediarios tienen la llave que abre o cierra el financiamiento. Para que se pueda dar una expansión responsable del crédito será necesario preguntarse a quién y para qué se le debe otorgar, por estas razones es importante revisar la literatura económica sobre financiamiento total al sector privado.

Los bancos tienen criterios para prestar porque se preocupan por lo que sucede, ya que hay riesgo de crédito. Cuando su percepción del riesgo es extrema pueden llegar a justificar el cese total de préstamos a la economía. Es decir, en cierto contexto los intermediarios financieros pueden imponer una restricción de fondos prestables a la economía (Rajan y Diamond, 2009).

En presencia de dichas restricciones crediticias, los intermediarios financieros pueden jugar un papel importante en las fluctuaciones macroeconómicas. Por ejemplo, si es costoso ha-

²Dewatripont y Tirole (1994) definen un banco como un intermediario financiero que participa en el sistema de pagos y financia a los agentes económicos con déficit de fondos propios (típicamente el sector público, empresas no financieras y algunas economías domésticas), con los excedentes financieros de otros (economías domésticas).

cer cumplir los contratos de préstamo, la capacidad de endeudamiento estará limitada por el valor de los activos de garantía del prestatario o el patrimonio neto.

Cuando las restricciones de crédito son relevantes, un aumento de precios de los activos alivia las limitaciones y por lo tanto, ayuda a aumentar la producción y la inversión (Rajan y Ramcharan, 2011).

Los datos recientes relacionados con México que se presentaron en la sección anterior no hacen suponer que estemos en la situación de tener restricciones importantes de otorgamiento de crédito.

En síntesis, un sistema con intermediarios que canalizan fondos coadyuvará a un crecimiento económico sostenible a largo plazo, el cual depende de la capacidad para aumentar las tasas de acumulación del capital físico y humano, de la utilización de los activos productivos resultantes de la manera más eficiente, y de asegurar el acceso de toda la población a dichos activos. La intermediación financiera facilita este proceso de inversiones, con lo que se moviliza el ahorro privado para la inversión empresarial y se asegura que dichos fondos se asignen de la manera más productiva. Así se diversifica el riesgo y se proporciona liquidez, con el fin de que las empresas puedan utilizar de manera eficaz la nueva capacidad.

El financiamiento en la literatura económica

IV

En esta sección se presenta una revisión de la literatura económica sobre el tema del crédito. En la década de los cincuenta, Gurley y Shaw (1955) establecieron que las empresas podían elevar su nivel de eficiencia si acudían a los mercados de deuda para financiar sus proyectos productivos y así, contribuir al crecimiento económico.

Para Rajan y Zingales (1998) el desarrollo financiero, medido por el nivel de crédito y el tamaño del mercado de valores, puede predecir el crecimiento económico porque los mercados financieros capitalizan el valor actual de las oportunidades de crecimiento, mientras que las instituciones financieras prestan más si piensan que la economía tendrá crecimiento económico.

Además, muestran que el desarrollo financiero desempeña una función social, especialmente en el surgimiento y desarrollo de nuevas empresas, lo que genera innovación y por lo tanto, aumenta el crecimiento.

Petersen y Rajan (1995) analizan el efecto de la competencia en el mercado de crédito. Ellos encuentran que las empresas pequeñas jóvenes, en los mercados de crédito más concentrados, tienen acceso a financiamiento por parte de las instituciones que buscan crear una relación de largo plazo que les de beneficios a ambos.

Lo anterior indica que el crédito empresarial bien invertido es el que genera el crecimiento. Las empresas con créditos pueden realizar proyectos e inversiones que les permitan mejorar su producción y sus ingresos.

Por otra parte, Friedman (1957) planteó que las formas en que los agentes económicos (personas y familias) eligen su consumo óptimo dependen de su ingreso a largo plazo (del ingreso permanente). La implicación económica más importante de dicha teoría es que el crédito constituye una forma de suavizar el consumo en el tiempo ante un patrón de ingresos variables.

Técnicamente afirma, que el consumo depende de dos factores, los ingresos esperados en el futuro y los ingresos actuales. Los ingresos esperados del futuro determinan nuestro consumo y lo ajustan para que sea mas homogéneo.

Esta hipótesis explica parcialmente por qué las personas se endeudan y permite explicar cómo la gente pide prestado para su educación o una casa, en ciertas etapas tempranas de su vida productiva. Sin embargo, este marco teórico también permite concluir que ese crédito no apoya de manera relevante el crecimiento de la economía.

Beck et al (2009) encuentran que el crédito a la empresa aumenta el crecimiento económico en el largo plazo, mientras que el crédito a los hogares no tiene ningún efecto. El crédito a la empresa reduce la desigualdad del ingreso, mientras que el crédito a los hogares no tiene ningún efecto. El crédito a los hogares se asocia negativamente con el exceso de sensibilidad del consumo, mientras que no existe una relación entre el crédito a la empresa y el exceso de sensibilidad del consumo.

Esta breve revisión de algunos estudios que se han hecho sobre la importancia y el impacto que tiene el crédito nos sirven como base para nuestro análisis y son el sustento para tratar de comprender su importancia, además de los riesgos que ha representado el manejo irresponsable del crédito en las economías. Por lo tanto, es importante tener un buen sistema de intermediación financiera en México, que siga creciendo para que pueda otorgar más créditos y que estos se otorguen especialmente al sector productivo, para que tengan un impacto en el crecimiento económico. El crédito, cuando se utiliza adecuadamente y con una expansión prudente, puede ser un importante motor para la economía.

Riesgos de la expansión del financiamiento

V

Cuando se utiliza bien el financiamiento puede ayudar al crecimiento económico. Sin embargo, una expansión irresponsable puede ocasionar problemas a la economía por el endeudamiento excesivo y generar riesgos para la estabilidad macroeconómica y financiera, como veremos en este capítulo.

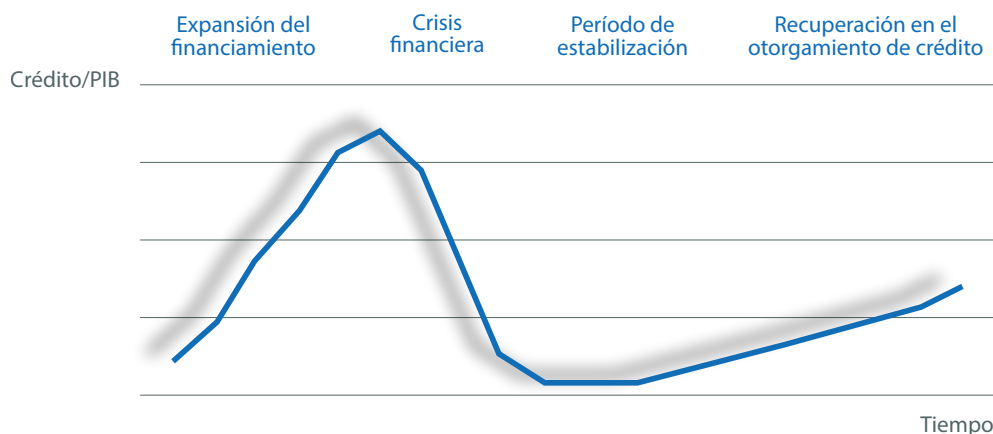
Reinhart y Rogoff (2009) presentan cómo la acumulación excesiva de deuda, ya sea por parte de gobiernos, bancos, empresas o familias, aumenta la vulnerabilidad a una crisis de confianza, sobre todo en los casos donde la deuda es a corto plazo. Además, documentan con evidencia abundante un gran número de crisis bancarias. Lo interesante es que encuentran que afectan, desde hace mucho tiempo y por igual, a países ricos, en desarrollo y pobres.

Afirman que existe un factor común en las diferentes crisis de deuda que se estudian en su libro: el hecho de que la acumulación excesiva de deuda, por lo general, conlleva riesgos estructurales más grandes de lo que podría pensarse en medio de un *boom* financiero. La gráfica V.I muestra el patrón teórico de comportamiento del financiamiento previo a las crisis.

Muchos de los episodios recientes de crisis bancarias y financieras en las economías han sido precedidos de rápidas expansiones del crédito. Los orígenes de dichas expansiones al financiamiento han sido múltiples. Algunos casos se han dado como consecuencia de una liberalización financiera en ausencia de una regulación bancaria apropiada, otros como consecuencia de entradas de flujos externos de capital. Otros se producen luego de choques favorables en los términos de intercambio o como resultado de programas de estabilización macroeconómica, los cuales incrementan la confianza de inversionistas y consumidores, y por ende, su demanda de nuevos créditos.

En este ciclo, primero se tiene una expansión acelerada del financiamiento, posteriormente una crisis bancaria, un periodo de estabilización y la recuperación del otorgamiento de crédito, que puede ser larga, para volver a llegar a los mismos niveles de endeudamiento que se tenían antes de la expansión del financiamiento.

Gráfica V.I. Ciclo del financiamiento



Fuente: Elaboración propia

Existe investigación referente a crisis financieras, como ejemplo, Buyukkarabacak y Valev (2006) documentan con evidencia internacional empírica que la expansión del crédito a menudo va seguida por las crisis bancarias. Consideran que la tasa de crecimiento del crédito total al sector privado (familias y empresas) es un predictor de las crisis. En concreto, el crecimiento del crédito a familias es un predictor importante de las crisis bancarias en los países con alta propensión a consumir.

Takáts y Upper (2011) estudian la relación entre el crédito bancario y la recuperación de las economías después de un *boom* crediticio. A partir de la evidencia empírica extraída de 39 crisis financieras en las cuales hubo previamente una expansión explosiva del crédito, los autores infieren que no existe correlación entre la cantidad de crédito disponible y el crecimiento del PIB en los primeros años de recuperación de la economía posterior a la crisis. Es decir que, si bien el crédito bancario al sector privado se reduce, no significa necesariamente que el crecimiento económico sea más lento después de una crisis financiera.

Por otra parte, Bernanke y Lown (1991) definen una contracción del crédito como una disminución en la oferta de crédito, que es anormalmente grande para una determinada fase del ciclo económico. El crédito se contrae normalmente durante una recesión, pero una inusual contracción podría ser vista como una crisis crediticia.

Con el marco empírico anterior, a continuación se analizarán casos específicos del comportamiento del financiamiento en diferentes países.

V.1 Lo que ya nos sucedió: lecciones de México

México inició un proceso de liberalización financiera en 1989 y continuó con las privatizaciones de los bancos que se hicieron entre 1990 y 1992. Además, hubo entradas de capital que coincidieron con un fortalecimiento de las finanzas públicas y una fuerte demanda de crédito privado.

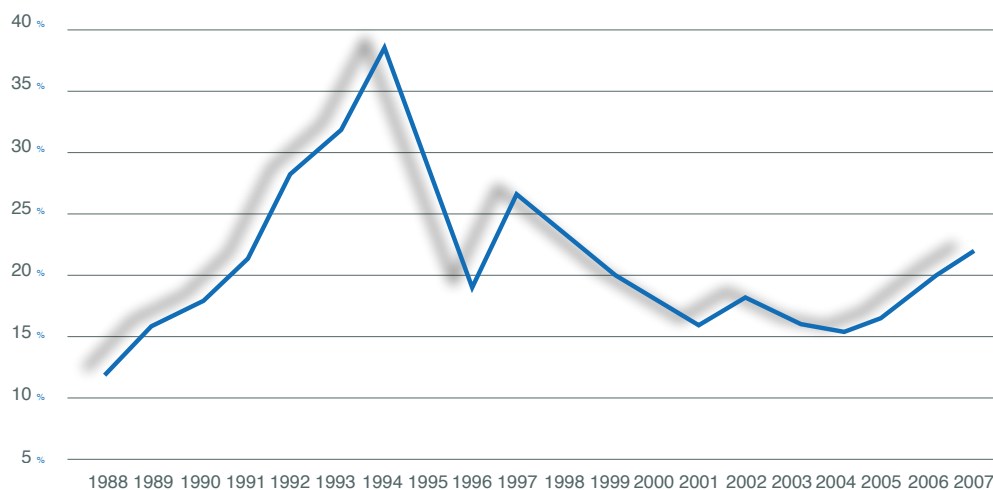
Como resultado de la nacionalización bancaria de 1982, los bancos habían perdido a su personal con mayor experiencia y capacitación. Es decir, no contaban con experiencia en el otorgamiento de crédito al sector privado, ya que durante la década de los ochenta la mayor parte del financiamiento bancario se había canalizado al gobierno federal.

De esta manera se produjo un crecimiento muy rápido del crédito bancario al sector privado. De 1988 a 1994, casi se cuadruplicó el crédito al sector privado, medido como proporción del PIB, como se puede ver en la gráfica V.2. El rápido crecimiento del crédito al sector privado en ausencia de mecanismos adecuados de supervisión y regulación bancaria, dio lugar a un frente de vulnerabilidad.

En el periodo de 1988 a 1994, el nivel de crédito pasó del 11% hasta casi el 40% como proporción del PIB, un periodo muy corto de tiempo para tal expansión. Con la crisis de 1994-1995 se inició un proceso de contracción del crédito. Como resultado de la crisis, los bancos disminuyeron su derrama de crédito al sector privado.

La gráfica V.2 permite visualizar cómo tuvieron que pasar diez años para que el crédito en México empezara a crecer. El crédito en México ha sido bajo por las crisis macroeconómicas y financieras que se han tenido, situación que ha provocado que se reduzca el nivel de participación del financiamiento al sector privado. Sin embargo, desde 2006 se ve una recuperación y ha tenido un crecimiento moderado, pero responsable.

Gráfica V.2 financiamiento total al sector privado, México
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

Es importante conocer de manera breve el comportamiento del crédito en otras economías para poder comparar la situación que tiene México y sobre todo, aprender de la experiencia internacional para aprovechar las oportunidades, evitar los errores cometidos en las diferentes crisis bancarias y financieras.

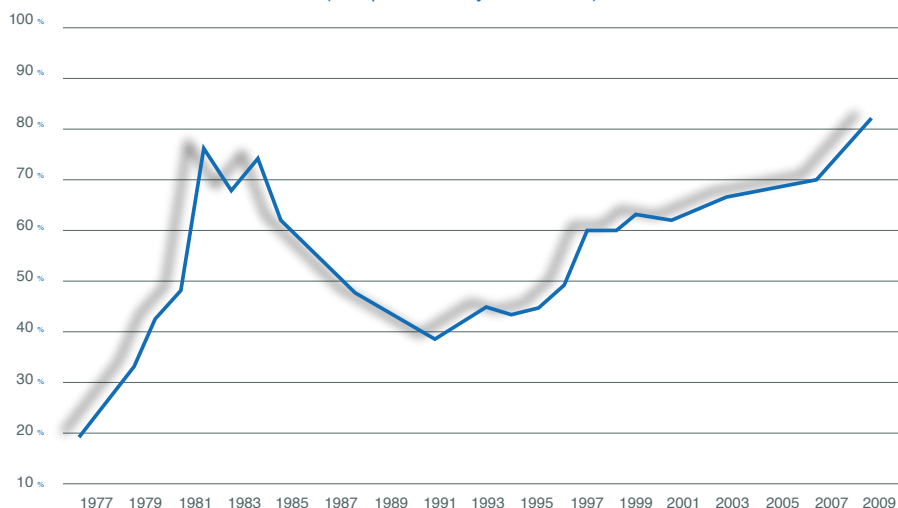
V.II Una buena referencia: lecciones de Chile

Chile es un claro ejemplo de cómo una economía en América Latina puede desarrollarse con una visión de largo plazo. Sin embargo, no todo ha sido bueno en el camino hacia la modernización de este país.

La expansión del crédito durante la segunda mitad de los años setenta se vio agilizada por el fácil acceso al financiamiento externo y por un sector financiero que tomó riesgos excesivos, y que operaba con regulación y supervisión débiles.

Chile sufrió una crisis financiera en el año de 1982, después de 5 años de crecimiento acelerado del crédito, y su relación financiamiento a PIB tardó 10 años en estabilizarse. Sin embargo, lo más interesante al observar la gráfica V.3 es que Chile es un caso de éxito a seguir para la economía mexicana, porque ha tenido una expansión responsable del crédito durante 20 años y ha llegado a niveles de profundización financiera razonables.

Gráfica V.3. Financiamiento total al sector privado, Chile
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

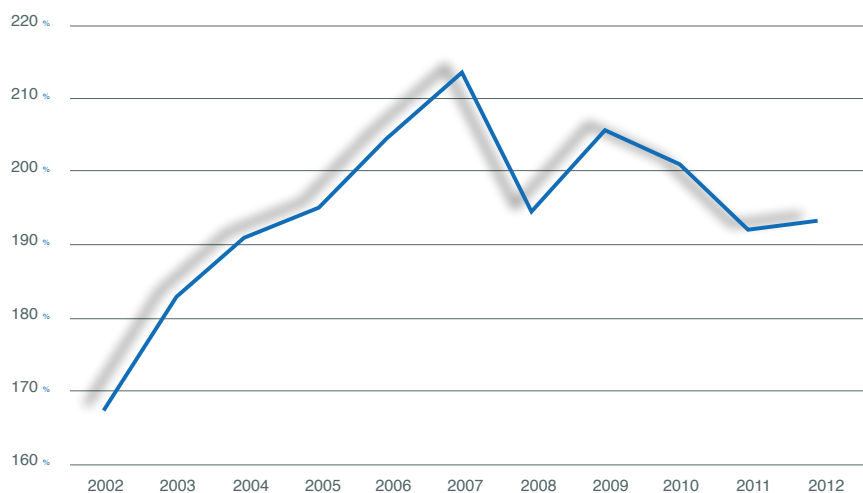
V.III Expansión irresponsable del financiamiento: lecciones de Estados Unidos

Una expansión irresponsable del crédito nos puede llevar a algo similar a lo que ha sucedido en Estados Unidos.

Rajan (2010) sostiene que la desigualdad social fue una causa de la crisis y que el gobierno estadounidense actuó como cómplice. Argumenta que la creciente desigualdad durante las tres últimas décadas en EU, creó las condiciones para que los políticos relajasen los requisitos de control en el acceso al crédito, con el objetivo de evitar que las clases medias y bajas sintiesen que su nivel de vida caía, en comparación con los que ocupan el segmento más alto de la distribución del ingreso.

En la gráfica V.4 se puede ver la gran expansión del crédito que tuvo Estados Unidos a partir del 2002, lo que en buena medida generó la crisis de 2008.

Gráfica V.4. Financiamiento total al sector privado
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

Debido a la burbuja inmobiliaria, los ciudadanos tuvieron la sensación de ser ricos, ya que subía el precio de sus viviendas. La economía continuaba en crecimiento, pero curiosamente no había inflación, no crecía el empleo ni el ingreso de la clase media.

La lección que se debe aprender de esta crisis es relativamente simple: el aceleramiento del crédito, tarde o temprano va a llevar a que la economía se descarrile, incluso la economía más desarrollada del mundo.

V.IV Expansión irresponsable del financiamiento: lecciones de Asia

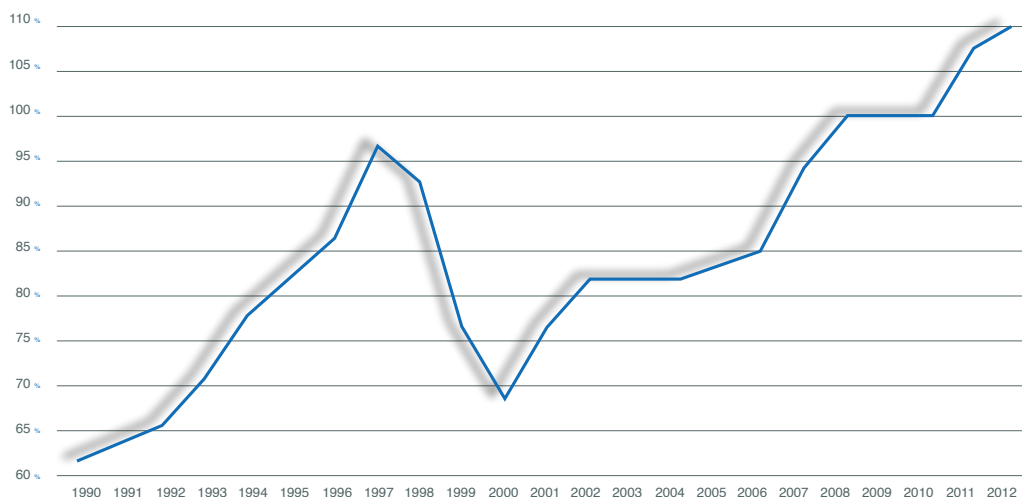
Durante las últimas décadas, los países del sureste asiático experimentaron un *boom* económico sin precedentes históricos. Por su parte, el volumen de crédito de los “tigres asiáticos” creció parcialmente, entre ocho y diez veces más rápido que su PIB.

La crisis asiática comenzó en julio de 1997, en Tailandia, y durante la segunda mitad del año se extendió gradualmente, en forma secuencial, a casi todos los mercados emergentes de Asia.

Al considerar las causas de la crisis asiática, hay bastante consenso en señalar entre ellas, la rápida expansión del crédito externo y otros ingresos de capital de corto plazo, parte del cual sirvió para financiar créditos a plazos mayores, otorgados por la banca local.

Esos movimientos financieros se inscribieron en un contexto macroeconómico marcado por la apreciación de las monedas y un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Gráfica V.5. Financiamiento total al sector privado, crisis asiática³
(En porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

El marco institucional mostraba deficiencias en el sistema bancario, las cuales llevaron a inversiones excesivas en el área inmobiliaria de algunos países, y en ciertos sectores industriales de otros.

La crisis cambió varias de las ideas que se tenían sobre el sistema financiero internacional. Por ejemplo, prevalecía en ese entonces la idea de que los países en desarrollo se beneficiarían necesariamente de una expansión crediticia, a pesar de que existía evidencia que establecía lo contrario, como lo hemos visto en la revisión de la literatura económica en este documento.

Los patrones de crecimiento medio del crédito para los casos anteriores, con sus consecuentes crisis económicas y financieras, pueden constituir una referencia útil para sugerir una evolución futura del crédito dentro de parámetros razonables.

³ Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, por ser los países más representativos de la región y donde la crisis asiática tuvo un mayor impacto.

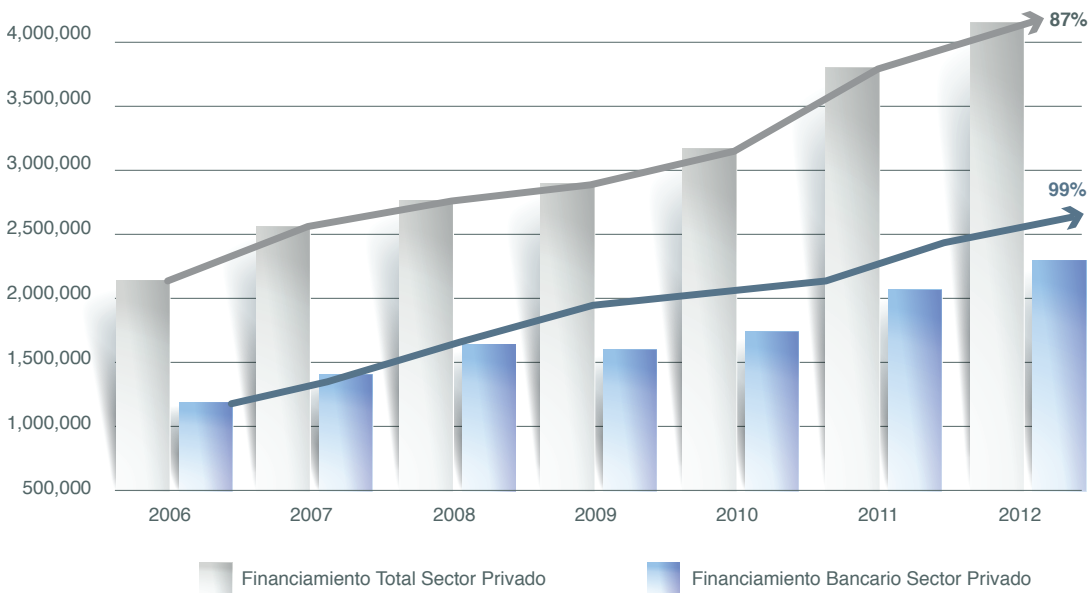
El financiamiento en México



Hemos visto en las secciones pasadas, las tendencias claras que distinguieron el proceso de crecimiento acelerado del crédito en México a inicios de la década de los 90, así como los efectos negativos de las expansiones de crédito en Estados Unidos y Asia.

Sin embargo, dado el nivel de profundización financiera de México y ante la estabilidad macroeconómica que ha presentado el país en los últimos años, nuestro escenario es diferente. El comportamiento del financiamiento al sector privado ha tenido una tendencia de crecimiento razonable, como lo podemos ver en la gráfica VI.1, lo que no implica un riesgo para la economía. Es importante señalar que durante el período el crecimiento del financiamiento del sector bancario ha sido mayor que todo el financiamiento al sector privado, lo que demuestra que la banca sí está prestando.

Gráfica VI.1. Financiamiento interno total y bancario al sector privado (Miles de millones de pesos corrientes)

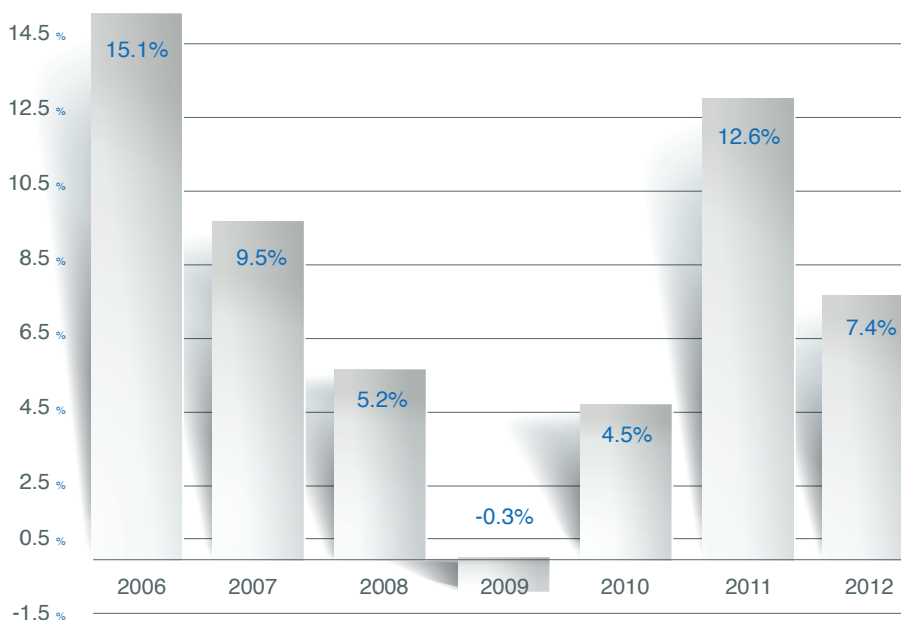


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

La contracción del crédito en México en 2009 debe entenderse en un contexto en el que las tensiones financieras experimentadas en otras partes del mundo, a partir de la quiebra de Lehman Brothers desencadenaron un entorno adverso.

En la gráfica VI.2 se muestra la tasa de crecimiento real que ha tenido el financiamiento interno total al sector privado, la cual desde 2006 ha sido positiva, a excepción de 2009, cuando se observó una pequeña desaceleración, cuando el mundo se enfrentó a los efectos de la crisis financiera. Estas tasas de crecimiento real expresadas en términos de crecimiento del PIB implicaron un crecimiento promedio anual de 2.8 veces el crecimiento del PIB durante el periodo.

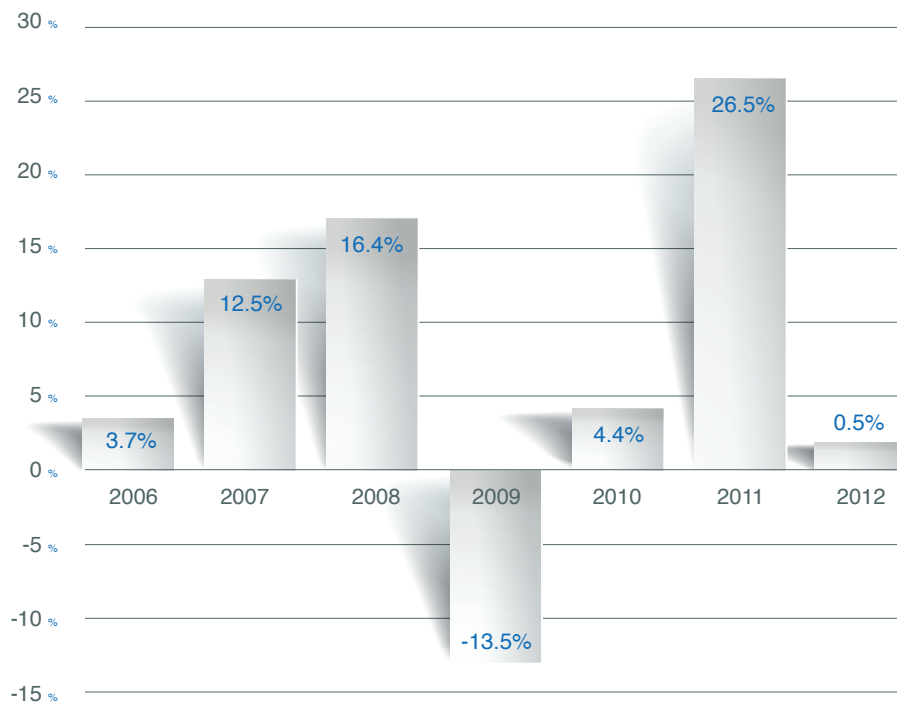
Gráfica VI.2. Financiamiento interno total al sector privado, México
(Tasa de crecimiento real)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

A partir de 2006, el crédito ha tenido una tasa de crecimiento razonable. Si bien, el sector bancario está prestando recursos importantes al sector privado en México, hay un segmento de empresas que se pueden financiar fuera del país. La gráfica VI.3 muestra el comportamiento de este financiamiento, que en promedio equivale aproximadamente al 20% del financiamiento interno.

Gráfica VI.3. Financiamiento externo al sector privado, México
(Tasa de crecimiento real)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Las empresas han aprovechado la liquidez que existe en los mercados financieros internacionales para captar financiamiento y los bajos niveles de las tasas de interés para buscar créditos en dólares. A excepción del año 2009, por motivo de la crisis financiera internacional, la tasa de crecimiento del financiamiento externo al sector privado en México ha sido positiva.

Cabe señalar que los datos de financiamiento externo al sector privado pueden estar subestimados por aspectos metodológicos. Por ejemplo, probablemente no se incluye todo el crédito al sector privado de bancos del exterior y no se reporta el crédito que le dan las matrices a sus filiales en México.

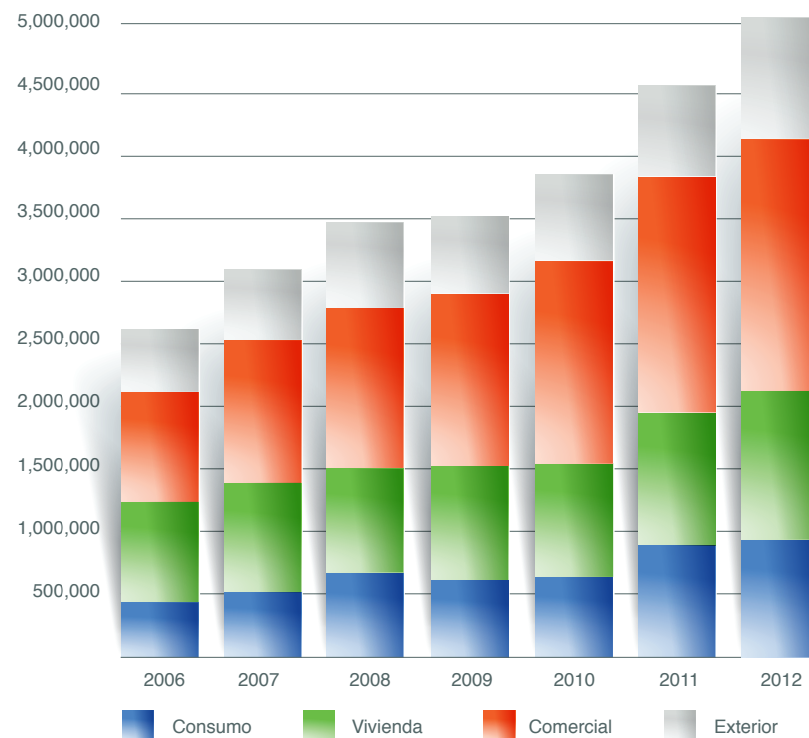
Características del financiamiento de México

Hemos analizado cómo se encuentra México en relación a otros países y comprobado que el financiamiento total al sector privado es bajo⁴ para 2012. Sin embargo, es importante señalar que a pesar de este escenario, se observa una tendencia de crecimiento razonable.

Esto nos indica que la maquinaria del crédito en México está funcionando con una clara tendencia de crecimiento. Las instituciones financieras han tenido un comportamiento responsable en la expansión del financiamiento que se viene dando desde 2006.

⁴ El Banco Mundial calcula un 27.62% y la CNBV un 26.8% del financiamiento total al sector privado como proporción del PIB. La diferencia se debe a que se utilizan diferentes metodologías.

Gráfica VI.4. Cartera de financiamiento total al sector privado
(Millones de pesos corrientes)



Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV y BANXICO

Para comprender con amplitud el fenómeno del financiamiento es necesario estudiar la evolución de sus distintos componentes. La gráfica VI.4. muestra que el financiamiento interno hacia las empresas ha sido el dominante.

Es importante entender la reciente evolución del financiamiento. El monto de los créditos otorgados por los intermediarios financieros al sector privado va en aumento en todos sus componentes y es importante que siga esta tendencia. La gráfica muestra como el segmento de crédito mas relevante es el empresarial y el mas pequeño consumo. Esto revela que existe una composición razonable del crédito en México.

Gráfica VI.5. Cartera total de financiamiento al sector privado

(Tasa de crecimiento real)

En la gráfica VI. 5 podemos observar que la tasa de crecimiento de los diferentes tipos de crédito ha sido positiva, a excepción de 2009 debido a la crisis financiera internacional, pero comenzó a recuperarse desde 2010.



Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV

Por lo que se refiere a tasa de crecimiento es de notar que la mas volátil es consumo seguida por el financiamiento externo.

Por lo tanto, se debería incentivar el mercado crediticio en México y en general, su sistema financiero, a partir de la creación de un círculo virtuoso que empiece con una mayor bancarización que incentive el ahorro interno y el acceso al crédito a los diversos sectores productivos.

Una mayor cantidad de recursos destinados al financiamiento es una condición importante para impulsar el crecimiento económico, pero también, puede ser insuficiente si no se utiliza para mejorar las condiciones en el país.

Las expectativas de continuidad de un crecimiento económico estable, tasas de interés relativamente bajas y una inflación controlada, pueden favorecer la expansión del crédito en México y continuar con la tendencia que ha tenido desde 2006. Sin embargo, el crédito debe tener una expansión moderada, la cual debe estar acompañada por el crecimiento de la economía, para evitar caer en los errores que hemos cometido en México y en otras naciones y que han terminado en crisis financieras.

Cuando se da crédito excesivo a la economía se puede endeudar de más al sector privado y este se vuelve más sensible a movimientos en las variables macroeconómicas. También el crédito excesivo puede crear una burbuja que cuando se ajuste puede provocar un mayor nivel de incumplimiento de los créditos. Además de cuidar lo anterior, lo que se debe buscar es dirigir el crédito a proyectos productivos que sean rentables. La tarea más importante es su adecuada identificación.

Escenarios de crecimiento del financiamiento total



Hemos visto en los capítulos anteriores, que México ha tenido un crecimiento importante del financiamiento entre 2006 y 2012. Se puede decir que no ha sido una dinámica mala, tomando en cuenta el complicado panorama internacional. Es importante señalar que se ha tenido un crecimiento responsable del crédito, limitando el crédito al consumo cuando este ha mostrado signos de deterioro.

Es necesario poner atención a la forma en que debe darse la expansión del financiamiento para evitar que México caiga en un escenario adverso.

Es importante tratar de mostrar los diferentes escenarios que se pudieran presentar en el crecimiento que puede tener el financiamiento total al sector privado en la economía mexicana. A continuación se presentan algunas proyecciones, que si bien no buscan predecir el futuro con exactitud, sirven para dar una idea sobre la forma en que debería crecer el crédito de forma prudente, para que sirva como palanca al crecimiento económico y no se convierta en un riesgo para la economía.

El crecimiento promedio de la economía entre 1995 y 2012 fue del 2.54%, como se aprecia en la siguiente tabla.

Cuadro VII.1. Crecimiento del PIB

	Crecimiento PIB real
1995 - 2000	3.29 %
2001 - 2006	2.21 %
2007 - 2012	2.11 %
Promedio	2.54 %

Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI

Con esta información de la economía mexicana se formula un escenario con el crecimiento histórico de 2.5% del PIB real anual y otro con un crecimiento estimado de 3.5% explicado por las reformas estructurales.

VII.1 Escenario con un crecimiento del PIB real anual del 2.5%

Nuestro primer escenario toma en cuenta el promedio de crecimiento del PIB real de 1995 a 2012, que es del 2.5%. Es decir, lo que se supone es que el comportamiento promedio de los últimos 18 años se replica hasta 2025. Por otra parte, se asume una inflación del 3.5%, similar a la de 2012, y suponemos que se mantiene la estabilidad macroeconómica.

Para los análisis de sensibilidad se asumen tres escenarios de crecimiento del crédito en veces del crecimiento del PIB real. El cuadro siguiente presenta las variables de crecimiento.

Cuadro VII.2. Crecimiento estimado anual de
financiamiento total al sector privado, 2013-2025

Veces PIB real	Crecimiento real	Crecimiento nominal
3	7.5 %	11.0 %
2.5	6.2 %	9.7 %
2	5.0 %	8.5 %

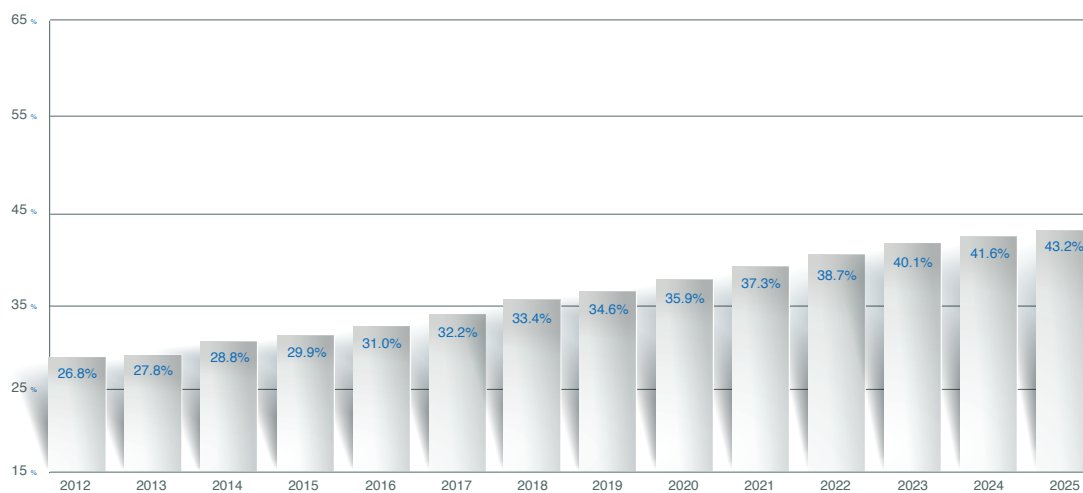
Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

Si la economía mexicana tuviese un crecimiento del PIB real de 2.5% y el financiamiento un crecimiento de 3 veces el PIB real, la tasa real sería de 7.5%, pero con un crecimiento de 2.5 veces el PIB real sería de 6.2% y creciendo 2 veces el PIB real de 5.0% real anual.

Es razonable asumir que el crédito tiene que crecer en función de la forma en que crece la economía del país. No puede crecer mucho el crédito y la economía no hacerlo, cuando es así hay un problema.

En la gráfica VII.1 se puede observar la proyección del financiamiento total al sector privado, con una tasa de crecimiento de 3 veces el PIB real y con una economía que crece el 2.5%. Así en 2025 el financiamiento total al sector privado alcanzaría un 43.2% como proporción del PIB.

Gráfica VII.1. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)

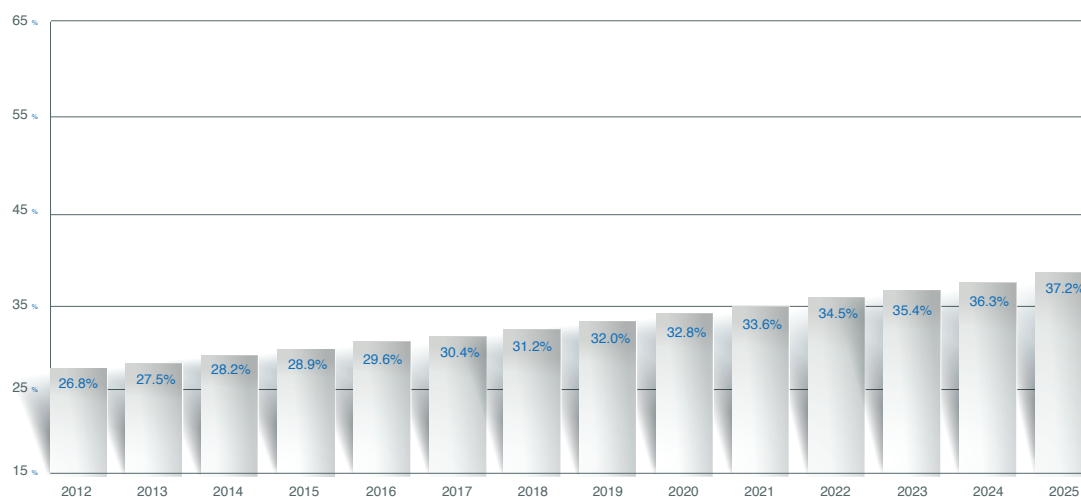


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

Este escenario responsable de expansión puede ayudar a mantener la estabilidad macroeconómica y, a la vez, beneficiar a la economía. Si tomamos en cuenta la experiencia exitosa de Chile, el crédito debe crecer a un ritmo que permita canalizar sus beneficios al sector productivo como es lo que se muestra en esta gráfica.

El siguiente escenario supone que la economía crece al 2.5% y el financiamiento total al sector privado crece a una tasa de 2.5 veces el PIB real. En la gráfica VII.2 se observa que tendríamos un 37.29% del financiamiento total al sector privado como proporción del PIB en 2025.

Gráfica VII.2. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)

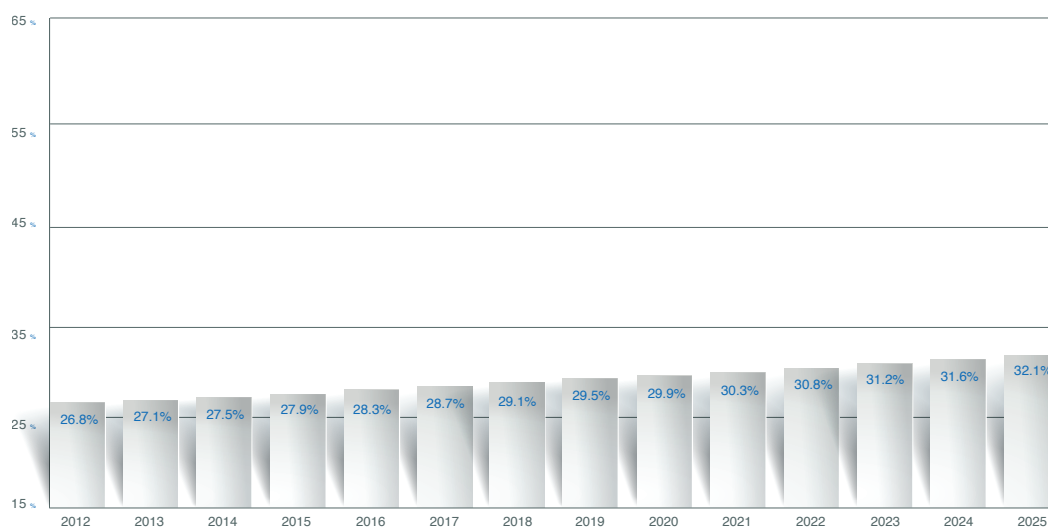


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

Es importante señalar que, de acuerdo a la gráfica VII.2, entre 2013 y 2025 el crédito crecería poco más de 10 puntos porcentuales. Sin embargo, esta expansión del crédito muestra un escenario conservador, porque la expansión del financiamiento llegaría al 37.29% como proporción del PIB.

Otro escenario sería si suponemos que la economía crece al 2.5% y el financiamiento total al sector privado crece a una tasa de 2 veces el PIB real. En la gráfica VII.3 se observa que tendríamos un 32.13% del financiamiento total al sector privado como proporción del PIB en 2025.

Gráfica VII.3. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

Este escenario resulta poco favorable, ya que aunque toma en cuenta la dinámica de la economía mexicana en los últimos años, la aceleración es muy lenta y el impacto en el crecimiento económico de México sería muy poco.

En resumen, si el crecimiento económico se mantiene en el nivel promedio de los últimos 19 años, hacer crecer el financiamiento hasta 3 veces el crecimiento del PIB puede llevar a una dinámica razonable de otorgamiento de crédito.

VII.II Escenario con un crecimiento del PIB real anual del 3.5%

En esta sección se presenta un escenario más optimista, en el que se asume que se logran algunos cambios estructurales en la economía de México que aporten 1 punto adicional al crecimiento que ha tenido el país en los últimos 18 años. De esta forma, la economía nacional estaría creciendo al 3.5% y se mantendría este promedio hasta 2025, junto con los supuestos y la metodología del escenario anterior.

El cuadro VII.3 muestra los resultados del crecimiento del crédito bajo los supuestos mencionados.

Cuadro VII.3. Crecimiento estimado anual de financiamiento total al sector privado, 2013-2025

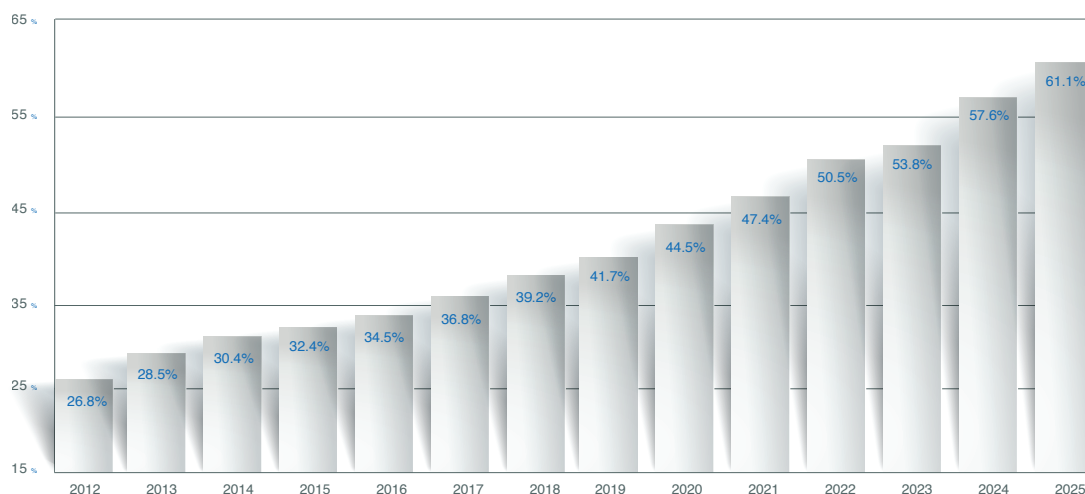
Veces PIB real	Crecimiento real	Crecimiento nominal
3	10.5 %	14.0 %
2.5	8.8 %	12.3 %
2	7.0 %	10.5 %

Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

En este escenario, el crédito al tener que crecer en función de un mayor crecimiento de la economía del país, tendrá una mayor dinámica.

En la gráfica VII.4 se puede observar el crecimiento del financiamiento total al sector privado de 3 veces el PIB real. En 2025 el financiamiento total al sector privado alcanzaría un 61.11% como proporción del PIB.

Gráfica VII.4. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)

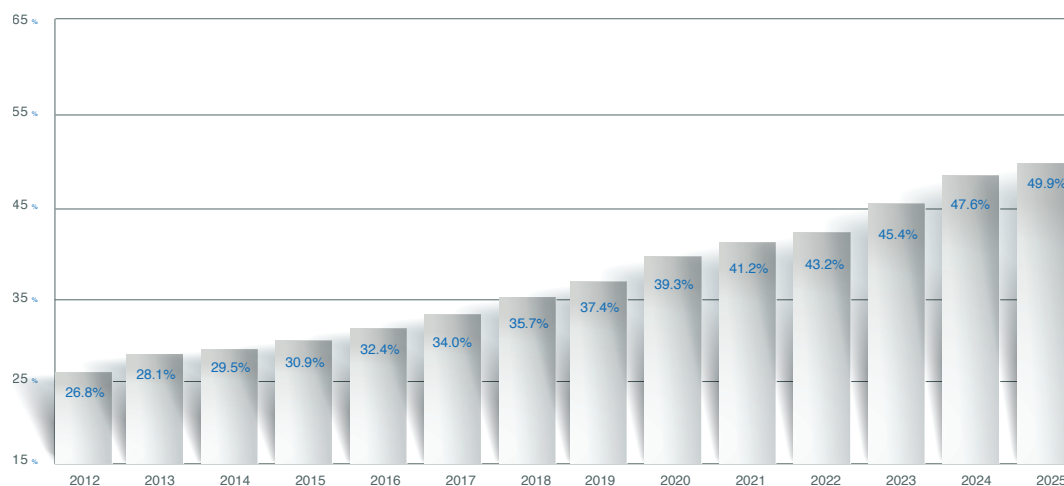


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

En sólo 13 años se incrementarían la profundización de 34 puntos porcentuales del PIB. Es decir, con mayor crecimiento económico y del crédito se tendría un escenario de riesgo para la economía, porque la expansión del financiamiento sería muy acelerada, especialmente durante los últimos cinco años del período. Este escenario muestra cómo, con mayores tasas de crecimiento no se puede mantener el mismo crecimiento en veces PIB.

En la gráfica VII.5 se puede observar el crecimiento del financiamiento total al sector privado, el cual crecería 2.5 veces el PIB real. En 2025 el financiamiento total al sector privado alcanzaría un 49.8% como proporción del PIB.

Gráfica VII.5. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)

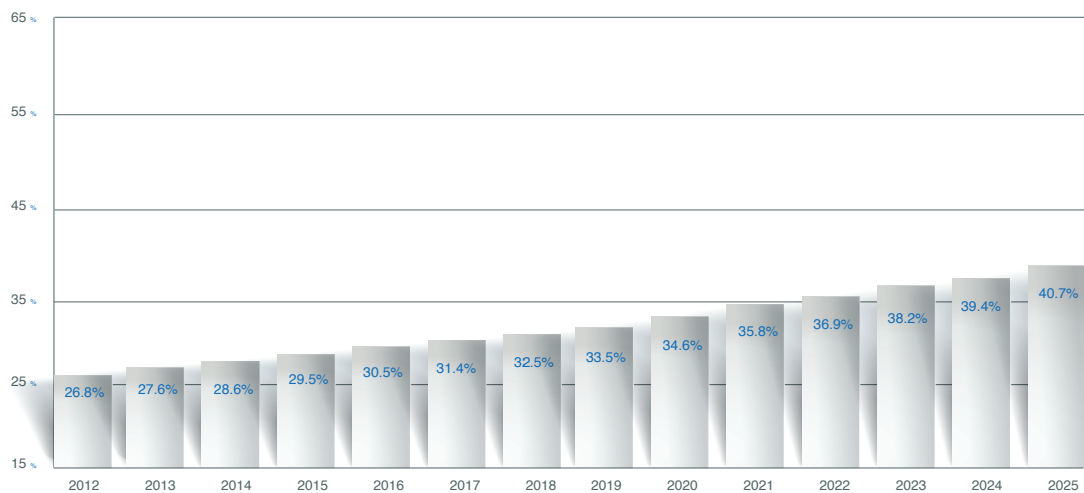


Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

En este escenario se incrementaría 23 puntos porcentuales en 13 años, lo que implica un escenario menos riesgoso, ya que no se daría una aceleración muy rápida del crédito en México y no representaría tanto riesgo para la economía.

Finalmente, en la gráfica VII.6 se puede observar el crecimiento del financiamiento total al sector privado de dos veces el PIB. En 2025 el financiamiento total al sector privado alcanzaría un 40.74% como proporción del PIB, una cifra que resulta consistente en el escenario de mayor dinamismo en VII.I.

Gráfica VII.6. Financiamiento total al sector privado, México
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de BANXICO-INEGI- CNBV

Este escenario sería el más adecuado dada la situación de la economía mexicana, porque para 2025 se tendría una proporción considerable del financiamiento como PIB, sin la necesidad de poner en riesgo a la economía.

Por lo tanto, la expansión del financiamiento es importante, pero siempre con precaución y cautela, ya que puede resultar peor el remedio que la enfermedad, como pasó con la crisis de 1994, tras la cual tuvieron que transcurrir más de 10 años antes de lograr un crecimiento estable del financiamiento.

Una expansión del crédito hacia 2025, para México, debe oscilar entre el 40 y el 45 por ciento. Es el escenario razonable, tomando en cuenta las características de la economía en los últimos años y que el crecimiento es razonable. En este escenario, ir más allá podría generar presiones e incluso una crisis, como ha ocurrido en el pasado y en otras naciones.

Ahora bien, si no se dan los supuestos de crecimiento económico los rangos anteriores pueden ser excesivos.

La lección es clara, el rango en que debe crecer el financiamiento total al sector privado en México se encuentra entre 2 y 3 veces el PIB real, ya que superar ese límite puede resultar explosivo para la economía mexicana. La tendencia del crecimiento al financiamiento total en México, desde 2006, ha sido de 2.8 veces el PIB real y se debe continuar con esta tendencia para mantener condiciones de estabilidad.

Conclusiones y recomendaciones de política pública



México puede ser una potencia regional que rompa la barrera del ingreso medio en las próximas décadas si encuentra la fórmula para crecer de manera sostenida. Uno de los pilares puede ser la expansión responsable del crédito, como se ha analizado en este documento.

A continuación se presentan algunos de los datos más importantes del trabajo:

- La penetración del crédito en México es baja, ya que representa el 26.81% del PIB.
- Guatemala tiene mayor penetración del crédito que México (31.60%).
- Desde 2006, la expansión del crédito en México ha tenido un buen comportamiento y se mantiene una dinámica positiva.
- En los últimos seis años el financiamiento ha crecido en promedio, 2.8 veces el crecimiento real del PIB.
- Si bien el nivel de financiamiento en México es bajo, no debe darse un proceso acelerado de otorgamiento del crédito, sino gradual, durante los siguientes años.
- Chile ha logrado una expansión del crédito sin tener un incremento irresponsable. En 20 años lograron aumentar aproximadamente 40 puntos porcentuales de su PIB.
- Existe una relación entre el crecimiento de la economía y el crédito. A mayor crecimiento del PIB se puede dar una mayor expansión del crédito.
- El uso responsable del crédito facilita realizar gastos de consumo e inversión por encima de lo que permiten los ingresos corrientes. Sin embargo, el monto de financiamiento que una familia, una empresa o una economía recibe, siempre está asociado a la capacidad de pagar sus deudas.

- Cuando el crédito crece más rápido que la capacidad de generar ingresos, se incrementa el riesgo de no poder pagar los préstamos, ello dificulta obtener nuevos préstamos en el futuro.
- El tipo de crédito que detona el crecimiento económico en el mediano plazo es el que apoya a las actividades productivas.
- En términos generales se puede afirmar que los grandes corporativos, tanto nacionales como extranjeros que operan en México, no tienen limitaciones de acceso al crédito, a nivel nacional o en el extranjero.

Algunas reflexiones que pueden ayudar a valorar si se da un crecimiento responsable del crédito en México:

- Que la reforma financiera mejore la inercia del crecimiento responsable de los últimos años.
- Que la Banca de Desarrollo complemente pero no abra la llave del crédito sin controlar los riesgos.
- El financiamiento total al sector privado como proporción del PIB crezca entre 2 y 3 veces el PIB.
- Si el crecimiento de la economía es menor, el crédito deben crecer menos.
- Evitar la elaboración de políticas públicas en favor del populismo crediticio.
- No puede entenderse que el crédito al consumo es malo. Al contrario, en niveles razonables es bueno, ya que mejora la calidad de vida de la población, pero debe otorgarse de forma que se evite el sobreendeudamiento.

- El financiamiento bien manejado es útil y apoya el bienestar de las familias.
- La mayor oportunidad para expandir el crédito se encuentra en el área del financiamiento a la infraestructura y al sector productivo.
- Lo más importante es mantener la estabilidad del sistema financiero antes que generar riesgos sistémicos que se produzcan por una expansión artificial del crédito en la economía.

La lección es clara y en este documento se pretende señalar que el nivel de endeudamiento (los créditos) debe mantenerse en niveles aceptables, de tal suerte que no se afecte la estabilidad económica de las personas, las empresas ni del país en general, porque de no hacerlo, México estaría repitiendo uno de los errores que lo llevaron a la crisis de 1994-1995, o al error que han cometido las naciones más desarrolladas que ocasionaron la crisis de 2008.



Referencias

Barro, Robert, y Xavier Sala I. Martin. "Economic Growth", Nueva York, McGraw Hill, 2001.

Beck, Thorsten y Ross Levine. 2004. "Finance, inequality and poverty: Cross-country evidence". NBER working paper no. 10979. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Bernanke, Ben S., and Cara S. Lown. 1991. "The Credit Crunch." Brookings Papers on Economic Activity, no. 2: 204-39.

Bernanke, Ben S., and Alan S. Blinder, 1988 "Credit, Money and Aggregate Demand", American Economic Review, Mayo, pp. 435-439.

Buyukkarabacak B. and N. Valev .2006. "Credit Expansions and Financial Crises: The Roles of Household and Firm Credit", Andrei Young School of Policy Studies, WP 06-55.

Dewatripont, M. y Tirole, Jean, 1994. "A Theory of Debt and Equity: Diversity

of Securities and Manager-Shareholder Congruence," The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 109(4), pages 1027-54.

Diamond, Douglas W. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, vol. 51(3), pages 393-414.

Diamond W. y Rajan Raghuram .2009. "The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies," NBER Working Papers 14739, National Bureau of Economic Research, Inc.

Dimsdale, Nicholas. 1994. Banks, Capital Markets, and the Monetary Transmission Mechanism, Oxford Review of Economic Policy, 10, issue 4, p. 34-48.

Fabozzi, Frank, Franco Modigliani y Michael Ferryn, Mercados e instituciones financieras, México, Prentice Hall, 1996.

Friedman, Milton. 1957. "Introduction to A Theory of the Consumption Function"

NBER Chapters, in: A Theory of the Consumption Function, pages 1-6 National Bureau of Economic Research, Inc.

Gavin, M. and R. Hausmann (1996) "The Roots of Banking Crisis: The Macroeconomic Context", in Inter-American Development Bank.

Gurley, J. y E. Shaw. 1955. "Financial Aspects of Economic Development", American Economic Review 45, 515-538.

Honohan, Patrick. 2004. "Financial development, growth, and poverty: how close are the links?," Policy Research Working Paper Series 3203, The World Bank.

Hubbard, Glenn R. May/June 1995. "Is there a Credit Channel of Monetary Policy? Federal Reserve Bank of San Louis Review, volumen 77, número 3.

Jahan, McDonald. 2011. "A Bigger Slice of a Growing Pie". Finance and development, International Monetary Fund.

King, R.G. y Levine, R. 1993a. "Finance and growth: Schumpeter might be right", Quarterly Journal of Economics 108 (3), págs. 717-737.

King, R.G. y Levine, R. 1993b. "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics 32, págs. 513-542.

Levine, Ross. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", Journal of Economic Literature, American Economic Association, vol. 35(2), págs. 688-726.

Levine, R. y S. Zervos. 1998. "Stock markets, banks, and economic growth", American Economic Review 88 (3), págs. 537-558.

Levine, Ross and Loayza, Norman and Beck, Thorsten. 2000. "Financial intermediation and growth: Causality and causes," Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 46(1), pages 31-77.

Levine, Ross. 2004. "Finance and Growth: Theory and Evidence," NBER Working Papers 10766, National Bureau of Economic Research, Inc.

McKinnon, R.I. 1973. "Money and Capital in Economic Development", Washington, DC: Brookings Institution.

Mendoza, E. y M. Terrones. 2008. An anatomy of credit booms: Evidence of macro aggregates and firm level data, Board of Governors of the Federal Reserve System (US), International Finance Discussion Papers, num. 936.

Merton, Robert C. 1995. "Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions." Journal of Banking and Finance 19 págs. 461-481.

Mejía, Margarita (2006): "Evidencia de la existencia de un canal de crédito bancario para Argentina y Colombia". Reportes del Emisor. Investigación e información económica. Banco de la República. Julio, 2006. Colombia.

Mishkin, Frederic. 1998. "The Economics of Money, Banking and Financial Markets", Massachusetts, Addison Wesley.

Loayza N. y Ranciere R. 2002. "Financial Development, Financial Fragility, and Growth," Working Papers Central Bank of Chile 145, Central Bank of Chile.

Petersen, M. and Rajan, R. 1995. "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," Quarterly Journal of Economics, 1995.

Rajan, Raghuram. 1994. "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence," The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 109(2), páginas 399-441.

Rajan, R. Ramcharan Rodney. 2011. "Land and Credit: A Study of the Political Economy of Banking in the United States in the Early 20th Century," Journal of Finance, American Finance Association, vol. 66(6), páginas 1895-1931

Rajan, Raghuram. 1994. "Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy." Princeton University Press.

Reinhart, C. y Rogoff, Kenneth. 2009. "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly". Princeton University Press.

Reinhart, C. y Rogoff, Kenneth. 2010. "From Financial Crash to Debt Crisis," NBER Working Papers 15795, National Bureau of Economic Research, Inc.

Romer, Paul M, 1986. "Increasing Returns and Long-run Growth," Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 94(5), págs. 1002-37.

Romer. C. y Romer, Romer. 1990. "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," NBER Working Papers 2966, National Bureau of Economic Research, Inc.

Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew Murray. 1981. Credit Rationing in Markets

with Imperfect Information, American Economic Review, 71, issue 3, p. 393-410.

Shaw, E. 1973. Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press, Nueva York.

Shumpeter, J. 1912. "The Theory of Economics Development". Harvard University Press.

Solow, Robert. 1994. "Perspectives on Growth Theory," Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 8(1), págs. 45-54.

Takáts E. y Upper C. 2012. "Deleveraging and recovery," Chapters in SUERF Studies, SUERF - The European Money and Finance Forum.

Thorsten B., Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," World Bank Economic Review 14, 597-605. (An earlier version was issued as World Bank Policy Research Working Paper 2146.)

Wojnilower, A. 1980. "The Central Role of Credit Crunches in Recent Financial History". The Firs Boston Corporation. Brookings Institute.