

El impacto de la nueva configuración del sistema financiero en el financiamiento del desarrollo

Noemi Levy Orlik *

El sistema financiero internacional sufrió profundas modificaciones, siendo el efecto más notorio la conformación de la estructura financiera basada en el mercado de capitales que descansa sobre el comercio (temporal o definitivo) de bonos financieros, derivados y prácticas de *bursatilización*, donde ocupan un lugar central los inversionistas institucionales. Esta organización financiera desplazó a la estructura basada en el mercado de créditos, cuyo actor fundamental fue la banca comercial que, junto a los créditos de largo plazo, fue el mecanismo principal de financiamiento de los países industriales exitosos y, de algunos países en desarrollo con mercados de capitales relativamente débiles.

Aunque en la actualidad domina la estructura financiera basada en el mercado de capitales no hay consenso que sea una fuente relevante en el financiamiento de la inversión, en tanto dicha actividad genera su propio financiamiento con base en ganancias retenidas de períodos pasados que se constituyen en fondos internos (ahorro, véase Kalecki, 1943 y Steindl, 1952) y, además se señala que el mercado de capitales es un espacio de especulación. En este contexto se postula que, en el mejor de los casos, el mercado de capitales sólo equilibra *ex-post* las hojas de balance de las empresas y corporaciones (Toporowski, 2000); generándose un consenso (especialmente entre los economistas heterodoxos y los agentes financieros que trabajan en las instituciones financieras) que el objetivo de este espacio es modificar la distribución del ingreso en favor de los dueños de capital y, tiene un efecto perverso en la economías en desarrollo que requieren acelerar la ampliación de la capacidad instalada para crear mayores y mejores empleos.

El efecto inmediato del funcionamiento del mercado de capitales y, del incremento de las ganancias financieras ha sido reducir el gasto de inversión. Sin embargo, es en la conformación de portafolios financieros donde tienen acceso las familias, lo cual generó un efecto riqueza con un impacto expansivo sobre la demanda final, específicamente sobre los bienes de consumo duraderos (automóviles, construcción y, en general, bienes suntuarios) reduciendo la temporalidad y la profundidad de las recesiones industriales. O sea, por un

* Profesora de Tiempo Completo de la Facultad de Economía, UNAM.

lado, las crecientes ganancias financieras provocan una reducción en el gasto de la inversión ampliando la brecha con los países industriales y, por otro, incrementan la demanda de bienes de consumo (duradero y no duradero), lo cual en países en desarrollo tiene un impacto menor debido a la desindustrialización y la distorsión de los precios (sobreevaluación del peso).

Cambios institucionales y estructuras financieras

Diversos acontecimientos internacionales, entre otros el desarrollo del euro-mercado, los desequilibrios comerciales externos de carácter estructural entre los países industriales (Estados Unidos por un lado y, Alemania y Japón, por otro), los crecientes ingresos petroleros de los países en desarrollo depositados en países desarrollados con recesión económica (véase Eatwell y Taylor, 2000) provocaron un gran movimiento de capitales en busca de ganancias financieras que desregularon las prácticas bancarias y conformaron un sólo mercado financiero mundial modificando las estructuras financieras.

Este nuevo entorno incrementó la actividad del mercado de capitales en países desarrollados y en desarrollo; lo cual fortaleció la estructura financiera dominante de los países anglosajones, aunque se diferenciaron de la estructura anglosajona original, por estar desligados del financiamiento del desarrollo.¹ A su vez, los bancos comerciales dejaron de ser el principal motor del financiamiento de la economía y, específicamente se contrajo el financiamiento hacia la actividad productiva. De hecho, aparecieron nuevas instituciones financieras bancarias y especialmente no bancarias para captar las crecientes ganancias.

Por consiguiente, podemos señalar que la nueva estructura financiera se ha distinguido por tener una mayor emisión y circulación de títulos financieros, cuyo objetivo es apropiarse de una participación creciente de las ganancias totales y, además, tuvo lugar una diversificación de las instituciones financieras no bancarias y bancarias. Este cambio requirió una serie de modificaciones institucionales, destacándose cinco que abordaremos a continuación:

Primero, el sector financiero se desreguló sustituyendo la intervención directa del gobierno en las instituciones financieras (encaje legal, canalización selectiva de créditos, topes a la tasa de interés pasiva, etcétera) por el

¹ Minsky (1992) al analizar el planteamiento de Keynes sobre el mercado de capitalismo es altamente crítico, señalando que las modificaciones institucionales divorciaron al mercado de capital del financiamiento de desarrollo.

control indirecto del crédito interno neto vía emisión de títulos gubernamentales negociables (de renta fija) que fue la base de la activación de los mercados financieros en países en desarrollo. Ello provocó que el sector público fuera la fuente de generación de mayores ganancias financieras. Otra fuente importante de la circulación de títulos fue la privatización de las grandes empresas públicas que se convirtieron en sociedades anónimas que emitieron títulos para financiar el traspaso hacia el sector privado y, a su vez, se crearon grandes departamentos de tesorería para captar ganancias financieras provenientes de las nuevas actividades del mercado financiero. En este contexto, también debe señalarse que las nuevas formas de intervención del gobierno (principalmente programas de rescate) se hicieron mediante la emisión de títulos financieros.

El segundo cambio institucional importante fue la modificación del tamaño del gasto público y sus formas de financiamiento. Por un lado, especialmente en los países en desarrollo se dejó de usar al déficit público como herramienta contra-cíclica y, como medio para abatir el subdesarrollo económico, en tanto el gasto público fue considerado ineficiente y, el déficit público fue calificado como fuente de presiones inflacionarias. En este contexto, descendió el gasto corriente y marcadamente, el gasto en capital (se desploma la inversión pública). Adicionalmente, se redujo el crédito de la Banca Central y comercial al sector público (gobierno, estados, municipios y empresas públicas) y dominó la emisión de títulos que no sólo han tenido como objetivo fondear al gasto público, sino también estabilizar los precios básicos (tasa de interés y tipo de cambio). Ello obligó a la Banca Central a atraer grandes montos de capital externo, lo cual forzó a la autoridad monetaria a realizar operaciones en el mercado doméstico (operaciones de mercado abierto, definitivos y temporales) para fortalecer los precios básicos. Este cambio institucional provocó gastos públicos por esterilización del capital externo que, posteriormente, fueron la fuente para la conformación de las reservas internacionales; y por otro lado, generó fuertes pagos de ganancias financieras que provocaron un creciente déficit financiero público. Específicamente, el gobierno tuvo que emitir títulos para esterilizar los flujos internacionales no canalizados a la producción y garantizar las ganancias financieras al sector privado nacional y externo.

Como resultado de este cambio institucional la banca comercial perdió uno de sus clientes más solventes (por definición el gobierno es el agente más solvente porque difícilmente está sujeto a la bancarrota) y, a la par, abrió diversas alternativas de operación para las instituciones financieras banca-

rias y no bancarias que han generado fuertes ganancias financieras (comercio con títulos de renta fija, libres de riesgo).

La tercera modificación institucional relevante fue la privatización de los servicios públicos, en tanto amplió y diversificó los inversionistas institucionales. El traslado del sistema de pensiones desde un sistema de reparto hacia uno de contribuciones directas, así como la reducción del gasto público en salud, educación y, en general, servicios básicos, incentivó la aparición de una serie de instituciones financieras no bancarias como los fondos de pensiones e instituciones dedicadas a los seguros (de vida, gastos médicos mayores, etcétera) que fueron una fuente importante de mayor demanda de los títulos financieros para valorizar el capital.

La cuarta modificación institucional importante fue el incremento de la volatilidad de los precios, por consiguiente, se crearon instrumentos financieros destinados a reducir los riesgos privados que anteriormente eran asumidos por el sector público. La desregulación del movimiento de capitales modificó la estructura del tipo de cambio, volviéndose altamente flexible y, a su vez, incrementó la volatilidad de la tasa de interés, en tanto se utilizó como un instrumento para estabilizar el tipo de cambio. En el período de regulación, el movimiento de capitales se realizaba entre gobiernos, por consiguiente cualquier movimiento de la tasa de interés y el tipo de cambio fue asumido por dichas entidades. Adicionalmente, tuvo lugar un fuerte movimiento de los precios de los *commodities*, en tanto, por un lado, dejaron de ser producidos por el sector público y, por otro, los países productores se organizaron en *carteles* para determinar sus precios.³ Este cambio promovió la aparición de los instrumentos derivados que posteriormente fueron sujetos a negociación.

A su vez, la profundización del mercado financiero permitió el desarrollo de una serie de prácticas de *bursatilización*, cuyo objetivo es adelantar liquidez de títulos no líquidos,⁴ que modificaron el funcionamiento de los bancos y la base de creación de dinero (créditos).

Finalmente, aunque temporalmente antes que la práctica generalizada de la *bursatilización*, tuvo lugar la apertura del mercado de capitales con el obje-

² Las bolsas mercantiles especializadas, donde se determinan los precios de este tipo de mercancías estandarizables se activaron con el incremento del movimiento de capitales, permitiéndoles con ello captar también parte de las actividades financieras.

³ Esta práctica proviene de los títulos de seguros, ver Kregel, 2008.

tivo de atraer el ahorro externo que debería complementar el ahorro interno y, de esa manera, incrementar el ahorro total y financiar la producción, especialmente la acumulación. El movimiento de capital externo efectivamente incrementó la emisión de los títulos, e incluso activó el mercado de capitales, provocando un aumento generalizado del índice de precios y cotizaciones. Incluso la inversión extranjera directa (IED) dominante después de las crisis de la década de 1990, se asoció a la compra de activos existentes en vez de la creación de nuevas industrias. Ello atrajo a los inversionistas financieros extranjeros que trabajaron en conjunto o, más bien, absorbieron a los domésticos.

Como resultado de lo anterior el sistema financiero se distinguió por incrementar la emisión y circulación de títulos financieros que, a su vez, incrementó su participación en las ganancias totales (véase Lipuma y Lee, 2004) y modificó el comportamiento de las instituciones financieras: tema que se discute a continuación.

Nuevas prácticas de las instituciones financieras

La creciente emisión y circulación financiera amplió la conformación de los portafolios financieros que, por un lado provocó un aumento de la participación de títulos de renta fija gubernamentales proveniente de agentes libres de riesgo que garantizaron mínimos de rentabilidad a los portafolios y, por otro, diversificaron los títulos privados, destacándose los derivados y los títulos bursátiles.

Los derivados son instrumentos financieros que están en función de la evolución y las expectativas de las variaciones de precios de sus subyacentes que pueden ser de cualquier naturaleza (como tasa de interés, inflación -índice de precios al consumidor, tipos de cambios, índice de precio y cotizaciones, precios de *commodities*- petróleo, gas, todo tipo de frutas, café, etcétera). Estos instrumentos financieros se realizan mediante contratos; donde se estipula el precio y las desviaciones, y puede generar penalidades o ganancias financieras que incrementa del riesgo global (Eatwell y Taylor, 2000); en tanto, el predominio de una corriente de opinión puede incrementar la fragilidad financiera del conjunto de la economía. Específicamente, estos instrumentos son fuente de altas ganancias financieras mientras las apuestas sobre las predicciones sobre el futuro observen una tendencia alcista. Adicionalmente, estos instrumentos generan ingresos por pago de servicios y comisiones a los intermediarios financieros, especialmente a la banca. Ello provoca una

sobre-capitalización⁵ en las corporaciones (financieras y no financieras) generando un incremento en el grado de apalancamiento y riesgo, desligados de gastos de producción e inversión.⁶

Otra actividad nueva, importante, del nuevo entorno institucional es la bursatilización masivo de títulos, que permite a las corporaciones financieras (bancarias y no bancarias) y, no financieras, administrar sus activos, lo cual implica venderlos antes que maduren. Esta práctica se realiza mediante un proceso de “financiamiento estructurado” que supone concentrar activos con semejantes flujos de liquidez y “empacarlos” en *vehículos* financieros que se venden a los inversionistas institucionales. De hecho el término de *bursatilización* (*securitization*) proviene del hecho que se obtienen fondos a través de títulos bursátiles (*securities*) y, están respaldados por activos. Aparecen fideicomisos independientes, aunque relacionados a la banca que emiten títulos con base en los activos de la banca que se venden a otros inversionistas institucionales (véase Banco de México, 2007). Esta práctica permite trasladar los activos *bursatilizados* a asientos fuera de balance. Las instituciones financieras (especialmente bancarias) suponen que esta práctica reduce el riesgo de bancarrota, en caso de impago de los compromisos financieros pendientes; empero, la realidad ha mostrado que, estas prácticas, han estado lejos de reducir el riesgo sistémico como lo demuestra la actual crisis hipotecaria estadounidense y europea.

Este tipo de operaciones diversificó la estructuras financiera, apareciendo los *non-bank banks*, y desarrollándose instituciones financieras no bancarias, como los fondos de pensiones, bancos de inversión, casas de bolsa, etcétera; que distribuyeron los activos (créditos) que producen los bancos y, a su vez, permitieron a éstos seguir emitiendo créditos. El supuesto de estas operaciones es que se reduce los riesgos de los bancos al distribuirlo sus activos entre el conjunto de las instituciones; empero, la base de estas operaciones, es el incremento de precios de los colaterales. En otras palabras, el incremento del crédito a la vivienda tuvo lugar por las prácticas de titularización en condiciones de incremento de los precios de las casas.

En consecuencia, se puede señalar que la nueva estructura financiera modificó las actividades de la banca, destacándose primero el comercio de los bonos públicos, seguidos por reportos que se realizan con todo tipo de

⁵ Un incremento de acciones por encima de las necesidades en endeudamiento de las corporaciones.

⁶ Se debilita la Hipótesis de Inestabilidad Financiera.

instrumentos (públicos y privados). Una segunda actividad importante fue la aparición de los derivados, particularmente los contratos relacionados a futuros, coberturas, y *swaps*, etcétera. El principal resultado de estos cambios fue la reducción de la participación de los créditos en la hoja de balances de los bancos. Tercero, se modificó la composición de los créditos. Las actividades productivas no sujetas a la *bursatilización*, o sea carentes de subyacentes estandarizados, dejan de estar sujetas al financiamiento. Específicamente, se reducen los créditos bancarios a la producción y, especialmente a la inversión productiva. Se promueven los créditos destinados al consumo y a la vivienda de las familias (no incluye la construcción de fabricas). Se supone que los riesgos inherentes a esta actividad son menores y, por consiguiente, se reduce el monto de reservas obligatorio por la creación de dichos activos (Gutman, 2008). Finalmente, la presencia de los títulos bursátiles revivió la creación de activos bancarios por créditos, pero a la vez provocó un deterioro de la calidad crediticia. La transformación de dichos activos en *vehículos especiales* para distribuirlos entre los intermediarios financieros, volvió relevante el grado de riesgo de estos nuevos instrumentos. O sea, los calificadores de riesgos (*Standad & Poors* y *Fitch*, entre otros) se convirtieron en los principales evaluadores de los riesgos crediticios, cuya tarea es realizada con base en modelos probabilísticos, volviendo la emisión de créditos dependiente del comportamiento de los precios de los subyacentes. En este contexto, pierden importancia los departamentos bancarios especializados en determinar la solvencia de los proyectos de inversión y en los prestatarios, debilitándose la relación empresarios y gerentes bancarios. Incluso, aparecen comportamientos fraudulentos en la emisión de créditos porque la banca comercial está más interesada en los precios de los subyacentes, en tanto puede traspasar los activos hacia los fideicomisos, los cuales a su vez los distribuyen a otros intermediarios financieros. Nótese las relaciones personales entre los gerentes bancarios que atendían las necesidades de los prestatarios que fueron desplazadas por modelos probabilísticos.

Estas nuevas funciones convierten a los bancos comerciales en “originadores y distribuidores” de activos (Kregel, 2008) y, quizá lo más importante, los márgenes financieros (diferencial entre tasa de interés activa y pasiva) son desplazados por la maximización de pagos por servicios y comisiones de los activos que son trasladados a estructuras afiliadas (fideicomisos) y hacia actividades fuera de balance re-asegurando la distribución primaria de los activos *colateralizados* (véase Kregel, 2008, p. 22).

En otras palabras, la banca comercial origina activos (créditos) que posteriormente distribuye entre los intermediarios financieros permitiendo la

ampliación de los portafolios financieros. Ello provoca que se modifiquen el orden de importancia de las actividades bancarias (activos de la hoja de balance) generadores de ingreso. Incrementa la importancia del comercio de bonos públicos que se presenta en dos modalidades: venta definitiva o temporal (reportos); posteriormente adquieren importancia los derivados, la bursatilización de los activos y, el ingreso por pagos y comisiones provenientes del sistema de pagos. Adicionalmente, aunque se mantiene la particularidad de la banca comercial de crear activos (generar dinero bancario como resultado de la demanda de créditos) se modifica la forma en que se equilibra su hoja de balance, en tanto se anulan los créditos bancarios mediante el traspaso de esos activos a otros intermediarios financieros, o sea, se transfieren a otros agentes financieros (banca e instituciones financieras no bancarias) y corporaciones, compartiendo el margen financiero.

Los supuestos del buen desempeño de la nueva organización financiera es que los precios de los subyacentes estén en constante incremento, o sea que exista una persistente inflación financiera (Toporowski, 2000). El precio de los títulos financieros aumenta cuando la demanda de estos es mayor que la venta de títulos (de los tenedores de estos o emisores de nuevos títulos). En otras palabras, tienen lugar una inflación en el mercado financiero cuando el influjo de liquidez es mayor que el reflujo. Adicionalmente, el incremento de los precios de los títulos financieros contrariamente a lo que supone la teoría de portafolios, induce a una mayor demanda de títulos, en tanto incrementa el valor (la riqueza) de éstos, generándose un círculo altamente inestable que va desde mayor demanda de títulos, mayores precios, que a su vez, incentivan a una creciente demanda.

La inflación financiera modificó el comportamiento de los principales agentes de la producción. Las corporaciones se sobrecapitalizaron (por encima de sus necesidades de financiamiento o de equilibrio de sus hojas de balance) lo cual generó una constante restructuración de las mismas aumentando la tasa de apalancamiento de las empresas y, por consiguiente, se genera una creciente fragilidad financiera de manera independiente a las actividades productivas. El ahorro de las familias también se modificó, disminuyendo su volumen y cambiando su composición. Una de las principales características del capitalismo de la era financiera es la reducción del ahorro financiero de los países desarrollados y en desarrollo, acompañado de un desplazamiento desde instrumentos bancarios de largo plazo hacia instrumentos bursátiles, generalmente de corto plazo, y altamente líquidos. Ello genera un efecto de riqueza que permite incrementar la demanda efectiva, especialmente de bie-

nes suntuarios y durables (Toporowski, 2008) modificándose así el motor de la economía. La formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipos es desplazada por bienes de consumo duradero como casas habitación, automóviles, línea blanca y bienes suntuarios, generalmente producidos por países industrializados.

Las nuevas prácticas financieras se impusieron bajo diferentes modalidades en los países en desarrollo. El incremento del financiamiento fue limitado y tuvo períodos cortos, y el impacto de la inflación financiera se redujo y, fue seguido por profundas deflaciones que generaron una fuerte recesión, aunque con temporalidad limitada. En países en desarrollo, la inflación financiera distorsionó de manera creciente los precios básicos de la economía, particularmente sobrevaluó el tipo de cambio, obligó a los países en desarrollo a tener tasas de interés por encima de los países desarrollados (incluso adicionó el riesgo en el país, que se evalúa a través de bonos específicos El EMBI+ JP Morgan),⁷ y salarios que se mueven para garantizar la estabilidad de los márgenes productivos. Ello generó un aumento más que proporcional de las ganancias financieras acompañado de un mínimo impacto en la demanda final y el ingreso profundizado por las crecientes fugas al multiplicador del ingresos (vía importaciones).

A fin de analizar el impacto de la nueva estructura financiera en los países en desarrollo, en la próxima sección se estudia el financiamiento del desarrollo en México a partir de los primeros años de la década del 2000 cuando se reactivó el crédito bancario, funcionaban las empresas-no-bancarias bancarias (*non-bank banks*) y las prácticas de bursatilización.

Nuevas prácticas financieras y el financiamiento del desarrollo en México

El sistema financiero mexicano sufrió fuertes modificaciones después de las crisis de la deuda de 1982 y 1994, sin embargo, sólo hasta 2001 adopta plenamente las nuevas modalidades financieras. Específicamente, a esas fechas, el mercado financiero mexicano se encontraba desregulado y globalizado; se habían permitido la libre entrada de los inversionistas extranjeros (1991), y desarrollado los inversionistas institucionales domésticos (Siefores, 1997) y las instituciones de seguros incrementaron su dominio en el sistema

⁷ Es la diferencia entre las cotizaciones de los instrumentos de deuda de de bonos del tesoro de Estados Unidos y la de los bonos mexicanos denominados en dólares (*United Mexican States* o UMS, por sus siglas en inglés), según su volumen de operación (diferencial UMS-T), expresados en unidades centesimales.

financiero mexicano) y se garantizó el pleno movimiento del capital productivo (IED) y se permitió el control de capital extranjero en el sector financiero bancario y no bancario (resultado de TLCAN); e, iniciaron las operaciones las instituciones financieras-no-bancarias bancarias, denominadas Sofoles y Sofomes (1994). A su vez, el mercado financiero se había dinamizado como resultado de la emisión de títulos públicos (en 1981 se volvieron negociables los Certificados de la Tesorería, CETES) y se activó la prácticas de *bursatilización* (2001).

A la luz de todas estas transformaciones se encontró que contrariamente a lo prometido, el monto del financiamiento total⁸ al sector privado no financiero con respecto al Producto Interno Bruto decayó en casi 26 puntos con respecto al PIB al pasar de 57.5% en el último trimestre de 1994, a 31% en el último trimestre de 2007, reduciéndose de manera acelerada el financiamiento generado por el sector doméstico que pasó de 48.3 a 23.8%, en el mismo lapso, calculados en base a datos del Banco de México. También es notoria la reducción de la participación del financiamiento externo con respecto al PIB, particularmente la emisión de deuda en el mercado internacional. La participación del financiamiento externo directo (considera al financiamiento de los proveedores extranjeros de empresas, banca comercial externa y otros acreedores) también bajó, especialmente después de 2003. Específicamente, entre 1994 y 2003 alcanzó montos por encima de 5% con respecto al PIB, lo cual posteriormente descendió a 4%. Ello implica que la apertura financiero-productiva no canalizó significativamente flujos externos a la producción y la acumulación, como se había pronosticado.

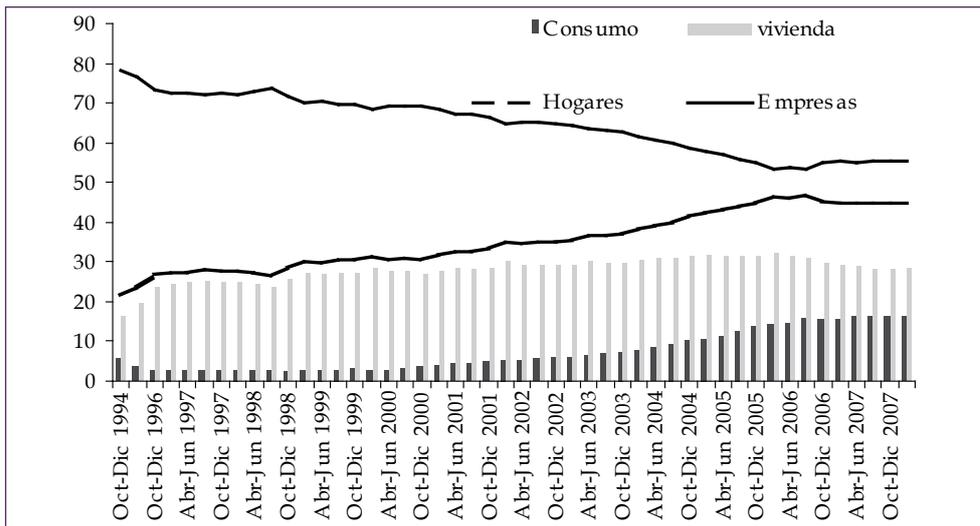
El orden de prelación de las fuentes de financiamiento doméstico con respecto al PIB se modificó. Encontramos que los bancos (comerciales y de desarrollo, con una participación mínima de estas últimas instituciones) mantienen el liderazgo, aunque su participación se redujo en casi tres veces (39.9% respecto al PIB en el último trimestre de 1994 a 14.6% en el último trimestre del 2007). Siguen en importancia los créditos de Instituto Nacional de Fomento a la Vivienda de los trabajadores (Infonavit) –privados–, regulada por el gobierno, con financiamiento tripartito (empresarios, trabajadores y Estado) y, pese a las transformaciones institucionales, en último lugar se

⁸ Las cifras de financiamiento provienen de Banco de México de la información contenida en los cuadros "Financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales" (Metodología, 2003) y "Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros".

encuentran las instituciones financieras no bancarias (Factoraje, Arrendadoras, Uniones de Créditos, Sociedades de Ahorro y Préstamos, Sofomes y Sofoles⁹) y los instrumentos de deudas.

El financiamiento según actividades siguió el comportamiento internacional. El financiamiento hacia las empresas y personas con actividades empresariales bajó, y aumentó el canalizado hacia las familias (véase gráfica 1). En 1994, casi 80% de los recursos se canalizaron a la actividad empresarial, reduciendo a 50% en 2007, mientras el financiamiento hacia los hogares presentó una tendencia inversa, representando en 2007 la otra mitad del financiamiento total. Por su parte, entre 1994 y 2001, el crédito a la vivienda representó casi la totalidad del financiamiento de los hogares, adquiriendo fuerza el crédito al consumo entre 2002 y 2007.¹⁰

Gráfica 1
Destino del financiamiento por actividades



⁹ Las autoridades normativas y el Banco Central no se ponen de acuerdo en la caracterización de las Sofoles y Sofomes algunas veces son consideradas instituciones financieras bancarias y otras no.

¹⁰ Debe prevenirse que estas estadísticas han distorsionado la evolución crediticia del sistema financiero mexicano porque la información disponible sobre financiamiento contiene la cartera de crédito vigente y vencida (Infonavit) y los créditos reestructurados (Banca). Ello es particularmente cierto para el período que comprendió los años de 1995 y 2000 que se distinguió por tener una cartera abultada generado por la cartera vencida de las viviendas y las actividades empresariales.

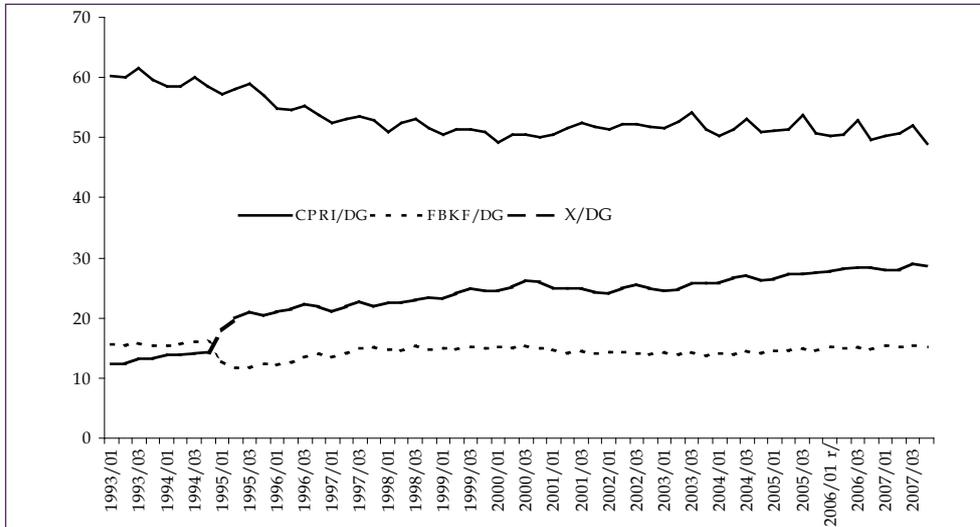
A partir de 2001, aparece financiamiento “nuevo” generado en el caso de la vivienda por Infonavit y, de manera reducida a través de los demás intermediarios financieros. Por su parte, el financiamiento al consumo es el componente más dinámico del financiamiento total, lo cual se explica por los riesgos imputados a la probabilidad de no pago de cada actividad (Gutman, 2008, p. 4) señala que se reducen los requerimientos de reservas a los préstamos comerciales (consumo) de 8 a 6%, mientras las reservas de los créditos hipotecarios pasaron de 4 a 2.8%, incrementándose las originadas por financiamiento a la producción.

Debe resaltarse que el financiamiento al consumo no está ligado directamente a la expansión de la producción ni de la inversión, sino a la realización de las ganancias de la producción. Ello implica que el ingreso de los agentes económicos es insuficiente para financiar la demanda efectiva y debe aumentar la liquidez para que se realice la oferta y, las ganancias.

Sin embargo, pese al aumento del financiamiento al consumo y a la vivienda de las familias, la participación del consumo privado en la demanda global se redujo (incluye la demanda doméstica e importada) manteniendo relativamente constante la formación bruta de capital –doméstica e importada–. A su vez, aumentaron notablemente las exportaciones (véase gráfica 2). El consumo privado con relación a la demanda agregada, entre 1993 y 1994 (antes de la crisis de diciembre de 1994) representó alrededor de 60%. Posteriormente se reduce estabilizándose en 50%, o sea, el incremento al crédito al consumo no generó mayor demanda agregada. La inversión bruta de capital fijo con relación a la demanda se reduce de 16% en 1993, a 11% en 1995; mientras las exportaciones adoptan el papel de locomotora, pasando de 12% en 1993 a 24% en el 2000 y, 28% en 2007, lo cual tuvo un efecto débil por las altas fugas al multiplicador del ingreso (importaciones por encima de las exportaciones).

El análisis del financiamiento, considerando los principales intermediarios y las actividades, indica que la banca comercial se especializó en el financiamiento al consumo, particularmente a partir del año de los años 2000-2003. En 1994, la banca contribuyó con alrededor de 90% de los recursos del financiamiento al consumo, descendiendo entre 1999 y 2003 (fue sustituido por recursos de las Sociedades de Ahorro y Préstamos (SAPS) y, especialmente las tarjetas de crédito no bancarias), logrando reposicionarse nuevamente a partir de 2003, véase gráfica 3.

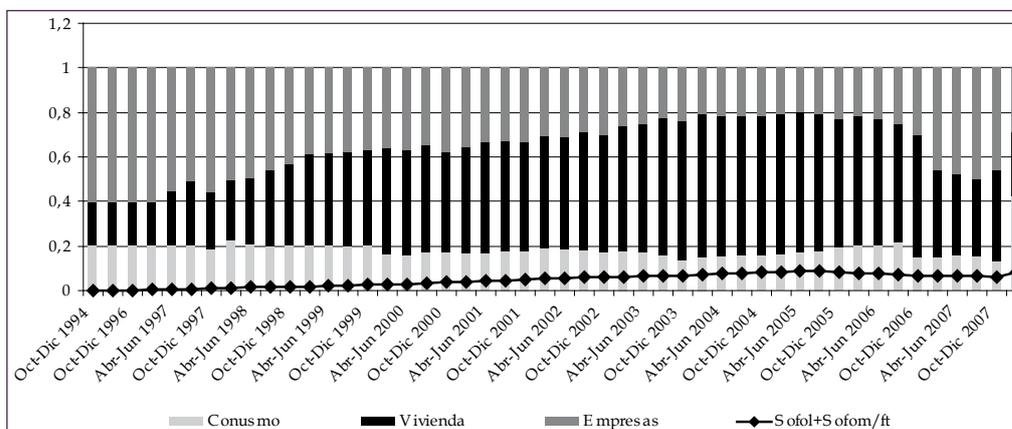
Gráfica 2
Composición del consumo, inversión y exportaciones
con respecto a la demanda agregada



CPRI: Consumo privados, DG: demanda global, FBKF: formación bruta de capital fija; X: exportaciones.

Fuente: elaboración propia con base en datos de INEGI, Oferta t demanda global, base 1993; precios constantes.

Gráfica 3
Financiamiento de las Sofoles y Sofomes en relación al financiamiento
total y la distribución por actividades del financiamiento las Sofoles
y Sofomes



Con respecto al financiamiento de la vivienda llama la atención la importancia de Infonavit que se activó a partir del año 2000, resultado de una decisión política del gobierno de Vicente Fox. A partir de esa fecha contribuyó en alrededor de 60% al financiamiento total de dicha actividad (véase gráfica 3). O sea, la banca fue desplazada del financiamiento de dicha actividad. En 1994 otorgó 70% del financiamiento total a la vivienda con una tendencia descendente que en 2005 tocó fondo con 17%, revirtiéndose en 2006 alcanzado sólo 30% del total financiamiento, o sea se posicionó en un alejado segundo lugar (véase Banco de México, cuadros de financiamiento al sector privado). Es importante resaltar que las Sofoles, aunque se especializaron en esta actividad tuvieron un papel reducido.

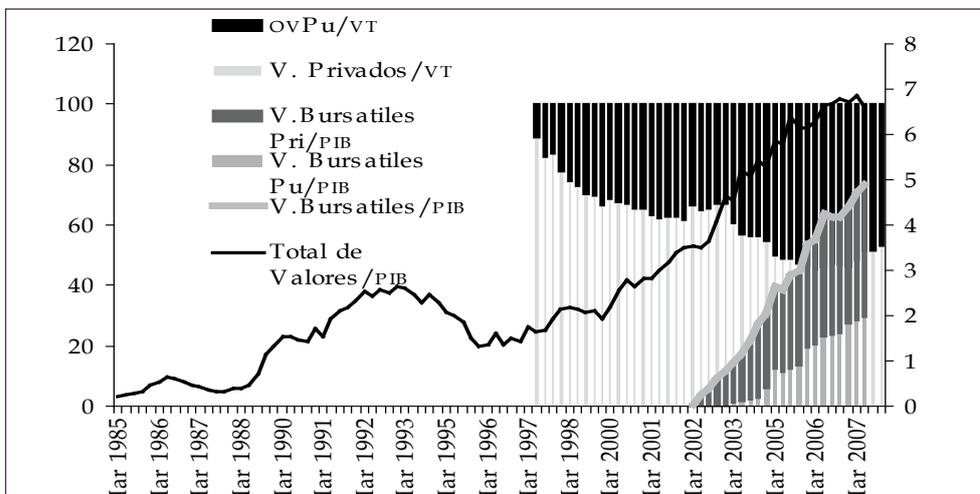
El financiamiento de las empresas y las personas con actividad empresarial es más complejo (véase gráfica 3). Hasta el año 2000, los créditos bancarios dominaron dicha actividad y, podría aventurarse a señalar que son principalmente créditos reestructurados. Otra fuente fundamental de esta actividad es el financiamiento externo que desde el 2000 representa alrededor de 30% y, una proporción similar corresponde al pasivo no bancario interno de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y, la emisión interna de instrumentos de deuda de empresas que no cotizan en la BMV.

Las instituciones financieras creadas por este nuevo esquema financiero no contribuyeron significativamente en el financiamiento total. La participación de las Sofoles y las Sofomes fue mínima, en tanto apenas alcanzaron a sobrepasar 8% del total de financiamiento al sector privado no financiero. La distribución del financiamiento de éstas instituciones ha sido particular, en tanto inicialmente (1994-1998) se concentraron en el financiamiento a las empresas y, posteriormente la vivienda sin ser el principal emisor de este financiamiento (es Infonavit) y, a partir de 2006 buscaron especializarse, sin éxito, en el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (véase gráfica 4).

Con respecto a los valores en circulación privados y los otros valores públicos (OVPU) contienen los valores en circulación de los estados, municipios, organismos descentralizados y FARAC –(Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas, excluyendo los valores gubernamentales— encontramos que estos tuvieron un aumento significativo con respecto al PIB, alcanzando en 2007 un 7% (véase gráfica 5). En la circulación de títulos dominan las empresas (personas morales) controlando 80% del total de títulos entre 2001-2005, aunque desde mediados del 2007 aumenta la participación de las empresas financieras no bancarias a casi 50%. Esto es que, hay un proceso de alta circulación de valores, que de manera creciente

es demandado por entidades financieras como las arrendadoras financieras, de factoraje, almacenes generales, Sofoles, Sofomes, etcétera, quienes aportan relativamente bajas proporciones al financiamiento, o sea, son fuente de ganancias financieras.

Gráfica 4
Circulación de valores en relación al PIB, publico y privados
y certificados bursátiles



OVPU/VT: otros valores públicos en relación a la circulación del total de valores.

V. Privados: títulos privados/VT: Valores privados en relación a la circulación del total de valores.

La relación valores privados y públicos resulta ser interesante. En 1997 representaron alrededor de 88% del total de valores de origen privado, cediendo lugar a los públicos que, en 2005 acapararon 50% de la circulación total, o sea los valores privados redujeron en casi 30% su participación. La bursatilización comienza a fines del 2002, llegando a representar, en 2007, más de la mitad de la circulación valores con respecto al PIB (5%). Inicialmente los certificados bursátiles privados dinamizan esta actividad y, nuevamente hacia fines del período (2007) los certificados públicos representan más de la mitad del total de circulación de los certificados bursátiles.

Conclusiones

La desregulación de las instituciones bancarias y la globalización del mercado monetario modificaron drásticamente el funcionamiento de las instituciones financieras. Decididamente cambió el giro, reduciéndose así los créditos

en sus activos totales y se modificó la composición de estos. El sector productivo dejó de ser un sector atractivo a la emisión de créditos bancarios. Ello es particularmente grave para los países en desarrollo, cuya infraestructura productiva requiere de considerables ampliaciones para competir con los países desarrollados y el gobierno se ve impedido a intervenir en la economía porque la globalización ha estado acompañada de ideas, no comprobadas, que el sector público es ineficiente y que el déficit público es inflacionario.

Las instituciones financieras no bancarias, particularmente el mercado de capitales no está relacionado con el financiamiento de la inversión. No se comparte la visión de la estructura anglosajona que la emisión de títulos financieros por parte de las corporaciones está destinada a financiar la producción. Aparece un consenso que el segmento financiero del mercado de capitales (al igual que el monetario) tiene como objetivo modificar la distribución del ingreso en favor de los tenedores de los títulos. Adicionalmente, debido a la democratización del acceso de títulos financieros, se modificó el ahorro de las familias, generando un efecto riqueza sobre la demanda efectiva. Ello provocó que el gasto de las familias asumiera la función de motor del crecimiento económico. Específicamente, el movimiento del consumo y, particularmente el gasto de la vivienda de las familias (no las empresas) fueron las principales actividades de la economía. El gran problema de esta estructura financiera es que su éxito reside en la inflación financiera, lo cual, como lo mostró la crisis de Estados Unidos, tiene límites.

En el ámbito de los países en desarrollo y, particularmente de la economía mexicana, encontramos que efectivamente las instituciones bancarias desplazaron el financiamiento de la producción por el consumo. El sector construcción (particularmente vivienda para las familias) que ha experimentado el mayor crecimiento en el financiamiento total ha sido financiado principalmente por un fidecomiso con participación estatal, o sea, ni las nuevas instituciones ni las formas de financiamiento han sido eficientes. Por su parte, el financiamiento a las empresas y a las personas con actividad empresarial ha estado a cargo de recursos externos y una decreciente participación de la banca. Los instrumentos de deudas y las acciones representan una proporción similar. Podemos suponer que una reducida proporción de estos recursos se destinan al financiamiento a la producción, en tanto, solo pueden ser emitidos por empresas grandes que tienen importantes sectores de tesorería destinados al comercio con títulos y, por eso captar ganancias financieras.

Por consiguiente, se podría señalar que la imposición del modelo financiero anglosajón en la economía mexicana ha sido ineficiente, en tanto, generó un menor crecimiento económico y, desplazó a la inversión productiva

como motor del crecimiento, sin dinamizarlo. Es más, las exportaciones adquieren gran dinamismo generando grandes distorsiones porque han estado acompañadas de volumen creciente de importaciones.

La revisión del comportamiento de la circulación de valores privados y otros valores públicos es más preocupante, en tanto el sector público ha ido desplazando al sector privado, siendo las instituciones financieras no bancarias, entre ellas, las Sofoles y Sofomes principales captadoras de dichos instrumentos. Podemos finalizar sosteniendo que el sector público, de manera creciente, es fuente de ganancias financieras que son repartidas entre entidades privados. O sea, el gobierno es la entidad que mayores distorsiones genera en las ganancias financieras.

Bibliografía

- Banco de México (2007), 2008, *Reportes del sistema Financiero*, [www.banxico, gob.mx](http://www.banxico.gob.mx).
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Edit. The New Press. Nueva York, E. U.
- Guttman R. (2008), "Basel II: A new regulatory framework for global banking", trabajo presentado en la Conferencia "Principios Post-Keynesianos y Políticas Económicas", Dijon, Francia, diciembre, 2007.
- INEGI, información en línea.
- Kalecki, M. (1943), *Studies in Economic Dynamics*, Londres George Allen y Unwin.
- Kregel, J. (2008), "Minsky's cushions of safety Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market", *Public Policy Brief* núm. 93, 2008 The Levy Economics Institute of Bard College, www.levy.org
- LiPuma E. y B. Lee (2004), *Financial Derivatives and the globalization of Risk*, Duke University Press, Durham & Londres.
- Minsky H. (1991), "The endogeneity of Money", en *Nickolas Kaldor y mainstream Economics*, E. Nell & W. Semmler (editors), St. Martin's press, pp. 207-220
- Toporowski J. (2000), "The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism", *Routledge Frontiers of Political Economy*.
- (2008), "The economics and culture of financial dependence", presentado en este número.
- Steindl, J. (1952), *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford Institute of Statistics Monograph núm. 4, Oxford: Basil Blackwell.