

# Los intermediarios financieros no bancarios en México:

## ¿Fuentes de financiamiento o generadores de inestabilidad financiera?

### El caso de las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple

Teresa S. López González \*

#### Introducción

Las actuales crisis bancarias presentan características que las diferencian de las crisis del pasado. Desde la Segunda Guerra Mundial y hasta la década de los ochenta, los organismos financieros internacionales, en particular el Fondo Monetario Internacional (FMI), han enfrentado fundamentalmente crisis de pagos externos, pero a partir de la crisis bancaria de México, y de manera más clara después de la crisis asiática han presentado rasgos totalmente nuevos. Las presentes crisis han estallado en mercados de capitales abiertos, son resultado de varios factores disfuncionales y, por lo general, no son de naturaleza exclusivamente macroeconómica, ya que asumen con gran rapidez proporciones sistémicas, de ahí que la única forma de contenerlas es mediante la movilización inmediata de grandes volúmenes de financiamiento.

Cada una de las crisis bancarias que se han registrado desde mediados de la década de los noventa tienen causas y efectos peculiares, según las características del país del que se trate; sin embargo, es posible distinguir la concurrencia de algunos factores comunes en la mayoría de los casos, entre los cuales destacan los siguientes: la apertura de la cuenta de capital, la desregulación financiera y la aplicación de programas de estabilización. A estos factores de carácter interno se agregan los choques externos; que casi siempre generan efectos que desencadenan las crisis (Camdessus, 1997:238).

La desregulación y liberalización financiera ha jugado un papel central en la transformación y reestructuración del sistema bancario al estimular la introducción de nuevos instrumentos y servicios financieros, así como la participación de otros agentes. En este marco, la función básica de intermediación bancaria ha registrado cambios radicales como resultado de la creciente libertad que tienen los bancos para operar, y la aguda competencia entre los intermediarios bancarios y no bancarios. El fortalecimiento del poder oligopólico de los bancos y la consolidación de los intermediarios no bancarios ya existentes, así como la constitución de nuevos agentes financiero dio paso a una nueva estructura financiera internacional que se caracteriza por ciclos

\* Profesora Titular adscrita a la Unidad de Investigación Multidisciplinaria II, de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán, UNAM.

financieros inestables derivados de la expansión irresponsable del crédito, lo que ha generado niveles de sobreendeudamiento por encima de las reservas de los bancos, poniendo en peligro los sistemas de pagos internos, pero con efectos sistémicos a nivel internacional, como lo ha demostrado la actual crisis hipotecaria de Estados Unidos.

### **I. Burbujas crediticias, sobreendeudamiento e inestabilidad financiera: El proceso de transformación de la fragilidad en inestabilidad financiera**

Toda economía capitalista moderna es una economía monetaria de producción porque tanto la producción como el intercambio de bienes y servicios son mediados por el dinero. Por otro lado, la creación y gestión de dinero ha dejado de ser exclusivo de la autoridad monetaria, pues con el desarrollo de la banca privada se ha ampliado la creación de dinero privado a través del crédito, proceso que se ha fortalecido en las últimas tres décadas con el uso del dinero electrónico. En este contexto, los mecanismos tradicionales de control de la liquidez implementados por el Banco Central, como tasa de descuento, las operaciones de mercado abierto, etcétera, enfrentan serias limitantes ante la expansión acelerada de dinero bancario.

#### *1. La transformación de la fragilidad en inestabilidad financiera. Un proceso endógeno inherente a la naturaleza del capitalismo*

Siguiendo el razonamiento de Keynes, la inversión está determinada por la eficacia marginal del capital y la tasa de interés de mercado (Keynes, 1987, 126). Sin embargo, de acuerdo con Minsky, esta relación es confusa debido a que Keynes suprimió el precio de los bienes de capital de su función de preferencia por la liquidez, lo que le impidió distinguir la relación existente entre el nivel de inversión y el precio de los bienes de capital. El reconocimiento de dicha relación implicaba que Keynes incorporara el precio de los bienes de capital y los plazos de los préstamos en dinero como determinantes de la cartera de activos financieros. En su lugar Keynes estableció la tasa de interés como determinante de la cartera financiera (Minsky, 1987:79 y 87) y, a partir de ahí, él establece el nivel de inversión en función de las tasas de interés.

Para superar esta confusión, Minsky –quien considera es un error de Keynes– incorpora la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital. La valuación de las empresas, se refiere a la valuación de los activos de capital que éstas poseen, se verá influi-

da de manera indirecta por la oferta monetaria debido a que las variaciones en ésta influyen en el nivel de la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital –precio que demanda el productor para seguir en el ramo–, tendrá lugar una inversión nueva; en caso contrario, no se realizará dicha inversión (Minsky, 1987: 101-102).

Con esta información previa, las empresas deben tomar sus decisiones sobre cómo financiar su inversión, es decir, con recursos internos o externos. El financiamiento externo implica endeudamiento de la empresa, en tanto que el financiamiento interno reducirá la liquidez de la empresa en el corto plazo. Una vez iniciado el proceso de inversión, las empresas que eligieron el financiamiento externo asumen compromisos de pago a futuro que las obligan a generar un determinado volumen de ingresos. Según la relación entre pagos e ingresos futuros las empresas podrán situarse en tres tipos de estructuras financieras: 1) si los flujos de caja le permiten hacer frente al servicio<sup>1</sup> de sus deudas contraídas, la empresa estará cubierta; 2) si el flujo de caja le permite pagar los intereses de la deuda, pero no amortiza el principal, la empresa será especulativa, y 3) si el flujo de caja no le permite pagar ni los intereses ni amortizar el principal de la deuda será una empresa *Ponzi*.<sup>2</sup> En el caso de los dos últimos tipos de empresas su inversión se financia con documentos de un plazo menor al de la vida probable de los activos reales; por ello se requiere de un permanente refinanciamiento, es decir, se requiere de efectivo en exceso y, se tiende a preferir los activos más líquidos conforme se eleva su apalancamiento.

Dado que en los períodos de prosperidad generalmente mejoran las expectativas sobre las ganancias futuras de las empresas, los bancos suavizan su aversión al riesgo y expanden el crédito mediante la flexibilización de los requisitos para otorgarlos provocando una elevación de los niveles de apalancamiento de las empresas y el incremento de los precios de los activos de capital existentes. Este proceso se acompaña de una mayor especulación sobre ganancias futuras y los márgenes de seguridad de la banca se relajan. En tal situación, los banqueros se verán limitados a aumentar el financiamiento debido a las restricciones que el Banco Central le impone a la base moneta-

---

<sup>1</sup> El servicio de la deuda incluye el pago de intereses y la gradual amortizar del principal de la deuda.

<sup>2</sup> Llamadas así por el histórico fraude cometido por Charles Ponzi en 1903 con un esquema de “pirámides”

ria, por lo que innovaran productos y servicios financieros que le permitan cubrir la demanda de recursos con la consecuente elevación del multiplicador del crédito, de tal forma que la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés (Mántey, 2000). Al aumentar la preferencia por la liquidez y elevarse la venta de activos, la valoración de estos se alejará paulatinamente de los fundamentos reales de su valor y se verá más afectada por la especulación. Bajo estas condiciones los activos preferidos serán los más seguros, como los valores gubernamentales, en detrimento de los privados o de empresas debido a que sus precios bajarán. La economía enfrentará problemas de insolvencia que pueden convertirse en una crisis de liquidez si el Banco Central no interviene.

En un primer momento, la intervención de la autoridad monetaria tratará de aplazar la devaluación de la moneda para evitar que los problemas de liquidez se combinen con los efectos de la devaluación. En el ámbito financiero, el Banco Central enfrentará fuertes restricciones para conjurar la crisis de pagos, pues si restringe el crédito interno mediante la elevación de las tasas de interés empeora la fragilidad de las empresas debido a que caerá el valor de la cartera bancaria. Ello desalentará el mercado de capitales como consecuencia de la baja en los precios de los valores que se cotizan en este mercado; favoreciendo así el mercado de dinero. La combinación de estos factores aumentará la fragilidad del sistema financiero nacional, pero también del sistema internacional si los bancos locales mantienen operaciones interbancarias con bancos externos.

Por otro lado, el incremento en la tasa de interés al elevar los precios de los bienes, también afecta el nivel de los beneficios esperados por las empresas, ya que es muy probable que un incremento en los precios reduzca la demanda efectiva, creando así las condiciones para que estalle la crisis que tuvo como origen el sobreendeudamiento de las empresas. En otras palabras, la crisis está en la naturaleza inherentemente inestable del sistema financiero, cuyo ciclo oscila entre la solidez y la fragilidad (Minsky, 1992,7).

Según Minsky, la inestabilidad financiera es un proceso endógeno porque es inherente al funcionamiento del sistema financiero. En tiempos de prosperidad se desarrolla una especie de euforia especulativa que conduce a la expansión del crédito y, como consecuencia, las empresas elevan sus inversiones financiadas externamente. Sin embargo, llega un momento en que el volumen de beneficios no les permite cumplir con sus compromisos crediticios asumidos (Minsky, 1986, 217-18). De esta forma cualquier cambio en las condiciones financieras o de otro tipo que disminuya el nivel de be-

neficios de los proyectos de inversión elevará la fragilidad financiera y, con ello, la posibilidad de que ésta se convierta en inestabilidad financiera que conduzca a una crisis de liquidez.

## ***2. Desregulación e inestabilidad financiera. Transformación y reestructuración del sistema bancario: de intermediario de recursos a generador y distribuidor del riesgo financiero***

De acuerdo con Minsky, en las etapas de estabilidad en las economías capitalistas se generan comportamientos de excesiva confianza que conducen a tomar decisiones de alto riesgo. Así, un cambio en la preferencia por la liquidez conducirá a los bancos a contraer el crédito generando fragilidad financiera (Kregel, 1997). En la medida que la demanda agregada se reduzca y, con ello, el nivel de empleo (Toporowski, 2005,152), la fragilidad se convertirá en inestabilidad financiera; es decir, la estabilidad es desestabilizadora (Wray, 2007 y 2008). La agudización de la fragilidad se debe a la lenta e imperceptible disminución de los márgenes de seguridad durante la época de estabilidad.

Según Minsky, los prestamistas conscientes de la posibilidad de impago del deudor realizan una estimación sobre las probabilidades de este riesgo. Este “colchón” de seguridad (*cushions of safety*) es una especie de protección que le permite al prestamista enfrentar un error del prestatario en el cálculo de los rendimientos esperados del proyecto de inversión (Minsky, 1986). Sin embargo, en situaciones de abundancia y expansión de la liquidez los errores en la estimación de las ganancias esperadas se vuelven insignificantes provocando que los márgenes de seguridad disminuyan debido a la mayor confianza, tanto de los prestamistas como de los prestatarios, lo que conduce a la validación de proyectos de inversión riesgosos (Kregel, 2008:4). Así, en un ambiente de confianza la expansión del crédito conduce al sobreendeudamiento y a la “pérdida del miedo” al riesgo inminente que representa una deuda (Fleckenstein, 2008:186). El relajamiento en los márgenes de seguridad es parte y resultado de las innovaciones tecnológicas en el sector bancario (Clerc, 2008). En este sentido, Kregel sostiene que la gestación de fragilidad financiera que ha conducido de manera recurrente a etapas de inestabilidad financiera –característica fundamental del capitalismo contemporáneo– no es un proceso natural endógeno como lo concebía Minsky. Por el contrario, es el resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera que en un ambiente de amplia libertad han elevado la liquidez por encima del valor

de los flujos de mercancías a nivel internacional. En este marco, los métodos tradicionales de evaluación del riesgo se flexibilizaron y, como consecuencia, los márgenes de seguridad se redujeron paulatinamente (Kregel, 2008).

En los sistemas financieros regulados el cálculo del riesgo crediticio se basó en la historia crediticia del prestatario, de ahí que la decisión de otorgar o no el crédito dependía de la solvencia financiera de éste; en cambio, en los actuales sistemas desregulados la decisión de otorgar préstamos depende de las probabilidades de éxito futuro del proyecto de inversión. Así, mientras el método tradicional de evaluación del riesgo se basaba en el historial crediticio del prestatario, en la actualidad las decisiones dependen de las expectativas, es decir, del cálculo de probabilidades del riesgo. Ello no significa que en el pasado el banquero no tomara en cuenta el riesgo del proyecto en sí, simplemente quiere decir que el banquero consideraba que el cálculo de los rendimientos probables de una inversión en los siguientes años era incierto porque el conocimiento de los factores que determinan dicho rendimiento era precario debido a la existencia de incertidumbre (Keynes, 1987, 137). De ahí que una adecuada valoración del riesgo implicaba márgenes de seguridad suficientemente amplios para proteger al acreedor ante cualquier eventualidad que impidiera al prestatario cubrir sus compromisos de pago. El cálculo del riesgo era fundamental, ya que de ello dependía la existencia del banquero.

Si se considera que en los actuales sistemas financieros las expectativas de eventos futuros determinan las decisiones presentes de inversión, entonces lo importante es tomar medidas para prevenir la fragilidad financiera derivada de la no realización de los rendimientos esperados, que es el origen de la inestabilidad crónica (Kregel, 2007, 6) y no la discusión en torno a si los precios<sup>3</sup> de los activos financieros contienen toda la información disponible como lo sostienen los enfoques convencionales en sus análisis sobre el sistema financiero. Al respecto se pueden identificar tres posiciones. La primera se ubica en los argumentos de Lionel Robbins (1952), quien soste-

---

<sup>3</sup> Según la teoría de los mercados financieros eficientes toda la información necesaria para tomar una decisión económicamente racional se encuentra contenida en los precios; siendo estos determinados por el mercado. En el caso de que los inversores cometan un error en la valuación de los precios de los activos, que en la mayoría de los casos se trata de una sobrevaluación, el mercado actuará para retornarlos a su precio correcto; es decir, al precio que refleje el valor subyacente del activo financiero.

nía que el gobierno debía proporcionar un marco regulatorio adecuado para garantizar que las transacciones económicas tuvieran un resultado aceptable mediante el establecimiento de instituciones que amortiguaran el insaciable interés personal. La segunda se deriva de la teoría de los mercados financieros eficientes, la cual argumenta que para constituir mercados completos es necesario que los agentes se cubran de cualquier fecha o evento futuro mediante transacciones por adelantado. Pero, ello supone que la información sobre el futuro es completa y simétrica, de ahí que los agentes se pueden cubrir de toda eventualidad.<sup>4</sup> Finalmente, la tercera posición se desprende de la *Hipótesis de inestabilidad financiera* de Minsky que sostiene que en una economía capitalista de producción monetaria las transacciones financieras son inherentemente inciertas. Según Minsky (1986), existe un proceso endógeno que refuerza la tendencia natural a la pérdida del orden (entropía) del sistema capitalista debido a que el cumplimiento de los compromisos financieros en la etapa de expansión del crédito genera exceso de confianza que conduce a flexibilizar los criterios para otorgar préstamos expandiendo aún más el crédito hasta alcanzar niveles de sobreendeudamiento que ponen en riesgo el cumplimiento de los compromisos bancarios de los prestatarios.

Una interpretación rígida de la tesis de la *endogeneidad* de Minsky conduciría a afirmar que la naturaleza de la estabilidad económica del capitalismo crea las condiciones de su propia destrucción al conducir a los individuos a tomar decisiones financieras que implican menor probabilidad de cumplir con los compromisos financieros contraídos. Si consideramos que en el análisis de Minsky la menor probabilidad de pago se va gestando desde la etapa estable del sistema financiero y que en la fase de expansión del crédito dicha fragilidad se convierte en inestabilidad financiera; entonces podemos suponer que la regulación de los mercados financieros no puede asegurar la estabilidad financiera, incluso ésta puede provocar la inestabilidad (Kregel, 2007, 10).

La concepción de que los mercados financieros son inherentemente especulativos y volátiles, sujetos a ciclos irregulares de sobre-optimismos y de pesimismo, también estaba presente en Keynes. Pero, la inestabilidad financiera no es solamente una cuestión de exceso de confianza o de pesimismo, sino de ubicar cuáles han sido las causas que condujeron a los grandes bancos a expandir el crédito a niveles peligrosos y a realizar contratos de derivados increíblemente riesgosos o a adquirir compromisos financieros

---

<sup>4</sup> En la práctica esta ha sido la posición de la Reserva Federal de Estados Unidos al abstenerse de regular los sofisticados productos financieros.

fuera de la hoja de balance (Kregel, 2008). Al respecto, debemos señalar que esta nueva forma de operar de los bancos coincide con varios factores, todos ellos derivados de la desregulación del sistema financiero, entre los que destacan la expansión del crédito derivada del crecimiento de la liquidez, la introducción de nuevos productos y servicios financieros, el fortalecimiento y surgimiento de nuevas instituciones financieras no bancarias, así como la reducción de la demanda de créditos por parte del sector empresarial, principal fuente de ganancias de los bancos antes de la desregulación. Cabe señalar que el deterioro o lento crecimiento de las ganancias empresariales coincide con la liberalización de los sectores externos de la mayoría de los países en desarrollo.

Con base en estos factores es posible sostener que en un ambiente de alta liquidez, y dada la disminución de la demanda de préstamos empresariales, la fuerte competencia entre instituciones bancarias y no bancarias condujo a los grandes bancos a tomar mayor riesgo para maximizar sus ganancias, compensando así la disminución de las ganancias por intermediación. Estos cambios, estimulados por la acelerada innovación tecnológica y las agresivas prácticas publicitarias y de mercadeo en el sistema bancario, fueron transformando la estructura de los bancos al debilitarse la función básica de intermediarios financieros para convertirse en *generadores y distribuidores* del riesgo financiero (Clerc, 2008; Kregel, 2008). El hecho de que en la actualidad una alta proporción de las ganancias bancarias esté compuesta por comisiones y honorarios derivados de la creación de valores colateralizados a los préstamos o créditos y por la administración de esos activos en sus filiales es un indicador de esta transformación.

Mediante este mecanismo los bancos dejaron de preocuparse por la evaluación de los créditos, pues el pago de intereses y capital de los mismos sería asumido por el comprador final de los valores colateralizados. El deterioro en los márgenes de seguridad, causado por el cambio de la evaluación del riesgo crediticio estimado en períodos de estabilidad, dejó de ser importante, pues ahora el banco podía deshacerse de dicho riesgo mediante la venta de los activos financieros originados (Kregel, 2008:3). Además, como las carteras de crédito, en particular las de alto riesgo, pueden ser vendidas debido a que no existe reglamentación que lo prohíba, los bancos no se ven obligados a registrar los préstamos riesgosos en la hoja de balance; evitando así que sus indicadores financieros y contables no se vean afectados (Farnetti, 2001).

Este proceso de venta de la cartera de alto riesgo, así como el encubrimiento de las operaciones fuera de balance se realiza a través de la denominada *titularización (securitization)*. Este mecanismo implica la creación de en-

tidades autónomas, denominadas *Special Purpose Entity* (SPE's, por sus siglas en inglés), que se encargan de adquirir los activos originados por los bancos asumiendo el riesgo crediticio de los préstamos, el cual es transferido, a su vez, a los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros, los fondos de pensión, las fundaciones de beneficencia, quienes son los últimos adquirentes y, por tanto, los financiadores o compradores finales de los activos creados por los bancos y de los pasivos adquiridos por las SPE's. Estos inversionistas toman sus decisiones basándose en la valoración que realizan las agencias calificadoras, quienes generalmente sobrevalúan la calificación de las carteras; de lo contrario el banco no vendería su cartera y ellas no cobrarían sus comisiones.

## II. Los intermediarios financieros no bancarios y la reestructuración del sistema financiero en México. La burbuja crediticia y la consolidación de las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple

El sistema financiero mexicano no se ha quedado al margen de las transformaciones observadas en el sistema financiero internacional. Al igual que en otros países, los intermediarios financieros no bancarios han mostrado una tendencia dinámica, si consideramos el valor del volumen de crédito otorgado y el establecimiento de nuevas instituciones de este tipo.

### *1. Las reformas al marco jurídico y la consolidación de los intermediarios financieros no bancarios. La conformación de los paraísos fiscales y financieros*

En julio de 2006 se aprobó la reforma para los intermediarios no bancarios, entre los que se encuentran las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles), arrendadoras, empresas de factoraje financiero y Uniones de Crédito.<sup>5</sup> El objetivo de esta reforma era promover la actividad crediticia,

---

<sup>5</sup> En la propuesta de reforma de los intermediarios no bancarios se argumentó que ante la contracción del crédito de la banca comercial a sectores económicos prioritarios y a ciertos grupos económicos, este tipo de intermediarios habían adquirido una mayor participación en el financiamiento a dichos sectores. Con base en este diagnóstico, se afirmaba que la reforma permitiría elevar la oferta de crédito para todos los demandantes. Asimismo, se sostenía que la existencia de entidades financieras especializadas o de objeto limitado, como las Sofoles, arrendadoras y empresas de factoraje financiero, en la práctica estaban operando como cajones de crédito, lo cual se alejaba de la eficiencia financiera (Cámara de Diputados, 2006).

fomentar la competencia, reducir los costos de transacción y las tasas de interés, así como eliminar la supervisión de las autoridades financieras de las operaciones de estos intermediarios, ya que se argumentaba que en este caso no había intereses públicos que tutelar.<sup>6</sup> Con esta reforma las operaciones de crédito y arrendamiento y factoraje financiero quedaban aglutinadas en una nueva figura, las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (Sosomes), a las que se facultó para otorgar crédito y realizar funciones de factoraje y arrendamiento financiero sin autorización necesaria ni regulación especial; quedando sujetas sólo a la regulación que al respecto establezca la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Conducef).

La ausencia de un marco regulatorio especial o el establecimiento de márgenes de seguridad obligatorios se justificó con el argumento de que, dado que estas entidades no captan depósitos del público ni están conectadas al sistema de pagos, no existe la posibilidad de que se ponga en riesgo los depósitos o se incumpla con las obligaciones. Así, la reforma autoriza a cualquier empresa mercantil a realizar operaciones de crédito, arrendamiento y factoraje financiero sin autorización ni supervisión de las autoridades financieras. De la misma forma, cualquier empresa mercantil<sup>7</sup> podría fondearse de los bancos o mediante ofertas públicas de valores y realizar operaciones de arrendamiento, factoraje y crédito con cualquier sector. Con la aprobación de la reforma se legalizaba la actividad del Banco Azteca, el Banco de Electra y otros negocios de crédito prebancario que ya venían funcionando, además de que se incrementaron las solicitudes de apertura de otras entidades mercantiles y tiendas departamentales para establecer su propio banco, tal es el caso de Wall Mart, Coppel y Liverpool, entre otras.

<sup>6</sup> Al respecto se afirmaba que la regulación existente hasta ese momento para las Sofoles, arrendadoras y empresas de factoraje financiero había generado efectos adversos, porque se albergaba la creencia de que existe protección o garantía del Gobierno Federal a favor de los acreedores de estas instituciones. Estos pueden, según la propuesta, elevar el riesgo moral y reducir los incentivos de monitoreo crediticio por parte de los acreedores, debido a que estos asumen que si hay problemas de cartera vencida el gobierno realizará un rescate; lo cual es imposible, según la propuesta, porque no existe fundamento legal para llevar a cabo un rescate en el caso de los intermediarios no bancarios (Cámara de Diputados, 2006).

<sup>7</sup> Si las empresas mercantiles dedicadas a otorgar crédito, arrendamiento y factoraje financiero no están ligadas a un banco serán desreguladas y portarán después de su denominación la expresión Entidad No Regulada (ENR); en el caso de estar vinculadas a un banco, la denominación debe ser Entidad Regulada (ER).

Con la nueva denominación de Sofomes, las anteriores Sofoles y todas las empresas mercantiles que realicen operaciones de crédito, arrendamiento y factoraje financiero quedaron sujetos al Artículo 8 de la Ley de Impuesto sobre la Renta, contando por tanto, con las mismas ventajas fiscales que los intermediarios financiero bancarios, las cuales se resumen en dos: 1) para efectos fiscales, el cálculo de su activo se realiza sin afectar su intermediación financiera y 2) quedan exentas del Valor Agregado. Además, por ser una figura nueva, las Sofomes quedan exentas de los límites de propiedad extranjera estipulados para las arrendadoras y empresas de factoraje financiero en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN); de tal forma que inversionistas extranjeros pueden ser propietarios del cien por ciento de los activos en las Sofomes.

Las Sofomes pueden constituir fideicomisos de garantía al ceder los derechos de créditos con garantía hipotecaria a otro intermediario sin necesidad de notificación al deudor, ni de escritura pública ni de inscripción ante el Registro Público de la Propiedad correspondiente, de conformidad con el Código Civil Federal y los Códigos Civiles de los Estados. Con estas nuevas disposiciones se legaliza la venta de cartera hipotecaria y el proceso de bur-satilización de dicha cartera. Operación que ya venían realizando las Sofoles al transferir los créditos a un fideicomiso, el que a su vez emitía certificados bursátiles con derechos sobre los flujos derivados del pago de dichos créditos. Este proceso explica en parte, el crecimiento explosivo del financiamien-to hipotecario otorgado por las Sofoles desde el año 2000.

## *2. La burbuja crediticia y los intermediarios financieros no bancarios: Las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple y la gestación de la inestabilidad financiera*

Las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles) surgen en Méxi-co en 1993 para cumplir con el requisito que exigía la entrada en vigor del (TLCAN), ya que la operación de éste en el ámbito financiero requería la figura de un intermediario no bancario (*non Banks*) especializado,<sup>8</sup> como las *Special Purpose Entity* (SPE's, por sus siglas en inglés) existentes en Estados Unidos y Canadá.

<sup>8</sup> Las Sofoles son entidades crediticias especializadas con operación en el lado del activo del balance, pero con fuentes de fondeo diferentes a la captación tradi-cional. Se clasifican de acuerdo al mercado objetivo al cual otorgan su crédito, entre estos mercados se encuentra el hipotecario, automotriz, empresarial, al consumo, agroindustrial y a proyectos públicos.

**Cuadro 1**  
**Financiamiento bancario y no bancario**  
**por sector institucional**  
**1994-2007**

AÑO	FINANCIAMIENTO AL SECTOR PRIVADO						FINANCIAMIENTO AL SECTOR FINANCIERO					
	TOTAL	BANCARIO	NO BANCARIOS				TOTAL	BANCARIO	NO BANCARIOS			
			Subtotal	Internos <sup>(1)</sup>	Otros <sup>(2)</sup>	Externos			Subtotal	Internos <sup>(1)</sup>	Otros <sup>(2)</sup>	Externos
1994	100.0	56.86	43.14	8.38	17.29	17.46	100.0	61.06	38.94	6.90	17.95	14.09
1995	100.0	53.16	46.84	6.93	16.83	23.07	100.0	58.09	41.91	5.68	17.98	18.25
1996	100.0	53.46	46.54	4.82	16.50	24.22	100.0	58.07	41.93	3.86	19.64	18.43
1997	100.0	51.78	48.22	3.35	17.88	26.99	100.0	56.48	43.52	3.17	20.10	20.25
1998	100.0	43.09	56.91	3.06	21.63	32.22	100.0	48.18	51.82	3.32	24.36	24.14
1999	100.0	41.32	58.68	3.12	20.01	35.55	100.0	45.59	54.41	3.99	24.63	25.79
2000	100.0	32.68	67.32	3.23	31.04	33.05	100.0	36.32	63.68	4.46	34.52	24.70
2001	100.0	31.28	68.72	3.85	29.70	35.18	100.0	33.87	66.13	5.70	35.30	25.13
2002	100.0	29.34	70.66	4.07	30.87	35.72	100.0	31.39	68.61	6.73	37.00	24.89
2003	100.0	26.79	73.21	4.09	34.76	34.36	100.0	29.08	70.92	7.33	40.04	23.55
2004	100.0	24.83	75.17	4.48	40.57	30.13	100.0	28.23	71.77	8.31	43.45	20.00
2005	100.0	23.73	76.27	5.01	41.45	29.81	100.0	30.28	69.72	8.53	42.26	18.93
2006	100.0	28.47	71.53	5.95	29.88	35.70	100.0	36.41	63.59	8.05	34.34	21.20
2007	100.0	34.25	65.75	3.87	28.09	33.79	100.0	42.08	57.92	5.52	32.38	20.02

(1) Incluye a Sofomes, Uniones de Crédito, Arrendadoras y Agencias de Factoraje

(2) Incluye otras fuentes alternativas del país, como pasivos no bancarios interno de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de valores y la emisión interna de instrumentos de deuda de empresas que no cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores

En la última década, el financiamiento otorgado por los intermediarios financieros no bancarios ha registrado un crecimiento extraordinario; dicho dinamismo incluye el financiamiento otorgado al sector privado no bancario y a instituciones financieras. En el cuadro 1 se observa una alta participación a partir de 1998 de los intermediarios no bancarios internos y extranjeros en el financiamiento total al sector privado y financiero; mientras que la banca comercial registra una paulatina disminución. Este comportamiento se confirma cuando analizamos la estructura del financiamiento por tipo de crédito, ya que el volumen de crédito otorgado por los intermediarios no bancarios para adquisición de vivienda se incrementó de manera acelerada; de representar 27% en 1994, pasó a 68% en 2007. Al respecto, debemos hacer los siguientes señalamientos. Primero, este crecimiento se da en el contexto de la instrumentación de la estrategia de elevar el crecimiento económico mediante la reactivación del sector de la construcción durante el sexenio de Vicente Fox. Segundo, para alcanzar dicho propósito, por decisión política los principales organismos gubernamentales encargados del financiamiento para la adquisición de vivienda como el Instituto del Fondo Nacional para la Vivienda de los Trabajadores (Infonavit) y el Fondo de Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores al Servicio del Estado (Fovissste) recibieron fondos extraordinarios para elevar la de-

manda de vivienda (ver cuadro 2), de tal forma que la oferta que se estaba gestando encontrara salida en el mercado. Tercero, la gestión de todo crédito hipotecario debe ser realizada por un intermediario financiero no bancario, como las Sofomes.<sup>9</sup>

**Cuadro 2**  
**Financiamiento Bancario y no bancario**  
**por tipo de crédito**  
**1994-2007**

AÑO	FINANCIAMIENTO AL CONSUMO					FINANCIAMIENTO A LA VIVIENDA				
	TOTAL	BANCARIO	NO BANCARIOS			TOTAL	BANCARIO	NO BANCARIOS		
			Subtotal	Internos <sup>(1)</sup>	Otros <sup>(2)</sup>			Subtotal (A)	Internos <sup>(1)</sup>	Otros INFONAVIT (B)
1994	100.0	94.54	5.47	1.35	4.12	100.0	72.86	27.14	0.47	26.67
1995	100.0	91.20	8.80	2.77	6.03	100.0	73.77	26.23	0.55	25.68
1996	100.0	86.96	13.04	3.36	9.68	100.0	70.81	29.19	0.45	28.74
1997	100.0	76.17	23.83	10.32	13.51	100.0	69.81	30.19	1.63	28.56
1998	100.0	65.28	34.72	14.01	20.72	100.0	63.15	36.85	2.81	34.04
1999	100.0	61.19	38.81	17.80	21.01	100.0	56.26	43.74	4.63	39.12
2000	100.0	61.28	38.72	16.69	22.02	100.0	44.61	55.39	6.58	48.82
2001	100.0	62.11	37.89	17.19	20.70	100.0	35.62	64.38	8.84	55.53
2002	100.0	59.60	40.40	16.61	23.80	100.0	29.66	70.34	11.80	58.54
2003	100.0	68.38	31.62	13.02	18.60	100.0	23.62	76.38	14.80	61.58
2004	100.0	70.87	29.13	12.78	16.34	100.0	21.11	78.89	17.08	61.81
2005	100.0	74.68	25.32	11.77	13.54	100.0	24.97	75.03	16.11	58.92
2006	100.0	80.78	19.22	7.26	11.96	100.0	29.07	70.93	13.36	57.57
2007	100.0	88.51	11.49	5.79	5.69	100.0	31.97	68.03	9.21	58.82

(1) Incluye a Sofomes, Uniones de Crédito, Arrendadoras y Agencias de Factoraje.

(2) Incluye otras fuentes alternativas diferentes a las tarjetas de crédito.

Fuente: elaboración propia con base en datos del Banco de México, Indicadores del Sistema Financiero.

Por otro lado, las Sofomes han venido instrumentando esquemas especializados que les permiten combinar de manera atractiva para los clientes el crédito de la banca de desarrollo con el financiamiento de los fideicomisos de fomento<sup>10</sup> y el financiamiento del sector privado (Baz, 2005). Esto les ha permitido crecer y, como consecuencia, flexibilizar sus políticas para otorgar créditos; de tal forma que se han otorgado a clientes informales que representan un alto riesgo de pago por no percibir un ingreso permanente.

Lo anterior demuestra lo arriba mencionado, en el sentido de que los intermediarios financieros no bancarios manejan un alto volumen de créditos

<sup>10</sup> Cabe señalar que la asignación de estos recursos a las Sofomes no siempre han sido mediante mecanismos transparentes.

hipotecarios que son financiados con recursos de terceros que obtienen altas ganancias por concepto de comisiones y servicios administrativos derivados de las operaciones de gestoría financiera; y que mediante el mecanismo de la titularización de la cartera de crédito elevan sus pasivos bursátiles y se deshacen del riesgo crediticio, fortaleciendo así su posición financiera en ausencia de un marco regulatorio que las obligue a mantener márgenes de seguridad realistas de acuerdo a su toma de riesgo.

En el caso del crédito al consumo los intermediarios financieros no bancarios también registraron un crecimiento importante durante el período 1997-2003, aunque a partir de 2004 se observa una tendencia a disminuir.

#### **A manera de conclusión**

La creciente participación de los intermediarios financieros no bancarios en general, y las Sofomes en particular, aprovechado la política de reactivación económica a través de la industria de la construcción ha generado una burbuja crediticia en el mercado hipotecario que puede generar inestabilidad financiera de igual o peores consecuencias que la crisis de 1994. En un marco de total libertad para realizar sus operaciones, y al margen de cualquier regulación han obtenido altos niveles de ganancias por generar y trasladar el riesgo implícito en el crédito que otorgan a clientes de dudosa solvencia económica y financiera.

#### **Bibliografía**

- Baz, Suárez V. (2005), *Sofoles: abriendo brecha*, Centro de Investigación para el Desarrollo, A. C., México.
- Camdessus, Michel (1997), "Perspectiva regional", en Ricardo Hausmann y Lilia Rojas (comps.), *Las crisis bancarias en América Latina*, Banco Interamericano de Desarrollo y Fondo de Cultura Económica, México.
- Clerc, Laurent (2008), "À propos des turbulences financières", *Débat économique* núm. 4, Banque de France, febrero.
- Farnetti, Richard (2001), "El papel de los fondos de pensión y de inversión anglosajones en el auge de las finanzas globalizadas", en François Chesnais (comp.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*, Editorial Losada, Buenos Aires, Argentina.
- Keynes, J. M. (1987), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México.

- Fleckenstein, W. (2008), *Greenspan's bubbles. The age of ignorance at the Federal Reserve*, McGraw Hill, Nueva York, U.S.
- Kregel, Jan (1997), "Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility", *Journal of Economic Issues*, Vol. 3, núm. 2, junio, pp. 543-548.
- \_\_\_\_\_(2007), "The natural instability of financial markets", Working Paper núm. 523, *The Levy Economics Institute of Bard College*, diciembre.
- \_\_\_\_\_(2008), "Minsky's cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U.S., subprime mortgage market", *Public Policy Brief*, núm. 93, *The Levy Economics Institute of Bard College*.
- Mántey, de Anguiano Guadalupe, (2000), "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo xx", en *Revista Comercio Exterior*, Banco Nacional de comercio Exterior, vol. 50, núm. 12, México.
- Minsky, Hyman (1986), "Stabilizing an instable economy", Yale University Press, New Haven, Connecticut.
- \_\_\_\_\_(1987), *Las razones de Keynes*, Fondo de Cultura Económica, México.
- \_\_\_\_\_(1992), "The financial instability hypothesis", *Working Paper* núm. 74, *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College*.
- Robbins, Lionel (1952), *The theory of economic policy in English Classical Economics*, Allen and Unwind, Londres.
- Toporowski, J. (2005), *Theories of financial disturbance*, Edward Edgar, Nueva York, U.S.
- Wray, L. Randall (2007), "Lesson from the subprime meltdown", Working Paper, núm. 522, Annandale on Hudson, *The Levy Economics Institute of Bard College*, diciembre.
- \_\_\_\_\_(2008), "Financial markets meltdown. What can we learn from Minsky", *Public Policy Brief*, núm. 94, *The Levy Economics Institute of Bard College*, abril.