

La nueva estructura financiera y la disponibilidad de financiamiento en la economía mexicana

Noemi Levy Orlik*

Introducción

La economía mexicana, en los últimos tres lustros, se ha caracterizado por tener una restricción crediticia que, entre otros factores, es la causante de la actual crisis industrial que técnicamente, estalló en el último trimestre del 2008; y se asocia con la estructura financiera basada en el mercado de capitales.

Hay un gran disenso sobre la funcionalidad del mercado de capitales. Unos señalan que en dicho espacio se desarrolló la intermediación financiera, donde se maximiza la captación de ahorro y se distribuye entre los sectores productivos con mayores rendimientos. Si los precios son correctos (la tasa de interés) se alcanza un equilibrio de pleno empleo. Este planteamiento supone que el rendimiento otorgado a las familias por posponer el consumo presente al futuro es igual al rendimiento que generan las empresas, por consiguiente, el arbitraje es 'perfecto' o 'eficiente' y no hay especulación (ganancias financieras), lo cual, garantiza pleno empleo de los factores productivos.

Otros señalan que este planteamiento teórico no coincide con los sucesos históricos ocurridos en las eras financieras donde dominan estructuras basados en el mercado de capitales. Específicamente, desde el rompimiento del Sistema Bretton Woods se observan crisis financieras recurrentes y profundas que inducen ciclos de negocios con fases expansivas pronunciadas, riqueza financiera creciente, alta disponibilidad de créditos y crecimiento económico; seguidos por agudos procesos deflacionarios con restricción crediticia, destrucción de la riqueza financiera, que pueden desatar una profunda recesión económica. La especulación es la característica distintiva del mercado de capitales que se encuentra en constante desequilibrio.

La estructura de mercado de capitales tiene diferentes impactos en los países en desarrollo. El financiamiento del mercado de capitales es muy exiguo debido a que la inflación financiera es inestable, por consiguiente la riqueza financiera está sujeta a fuertes vaivenes, acompañados de menor

* Profesora de tiempo completo de la Facultad de Economía, UNAM. Coordinadora del Proyecto PAPIIT "Estructuras Financieras y financiamiento para el desarrollo económico".

disponibilidad crediticia. Las fases expansivas tienen una reducida disponibilidad crediticia con un crecimiento económico limitado sin poder beneficiarse de la creciente liquidez de los mercados financieros. Se genera un proceso de ganancias financieras sin aumentar la disponibilidad crediticia. La fase recesiva despliega una crisis industrial que, dentro de lógica del modelo, no puede ser neutralizada por políticas económicas anti-cíclicas.

La inestabilidad del modelo neoliberal y la ineffectividad del mercado de valores como generador de financiamiento se debe, entre otros elementos, al subdesarrollo estructural del mercado de capitales en los países en desarrollo. Bajo condiciones de apertura financiera (económica y comercial) las instituciones financieras no bancarias no se pueden consolidar. México, en el contexto latinoamericano, es uno de los países con menores capacidades endógenas de crecimiento, más expuesto a los vaivenes de la demanda externa y a los flujos de capital externo y sufre una de las mayores restricciones crediticias. En este trabajo buscamos mostrar que es imprescindible modificar la estructura financiera dominante, específicamente reemplazar la estructura basada en el mercado de capitales, por una organización financiera que canalice recursos al sector productivo y unifique la esfera real con la financiera.

Este trabajo se divide en cuatro secciones. Después de esta introducción, en la segunda, se analiza las bases de la estructura financiera basada en el mercado de capitales y su expresión en el sistema financiero mexicano, resaltando las nuevas instituciones financieras y sus características. En la tercera sección se examina el impacto de la estructura financiera mexicana basada en el mercado de capitales en el financiamiento al sector privado no financiero, poniendo particular atención en el financiamiento de las empresas. Finalmente, se discuten algunas recomendaciones de política económica.

La estructura financiera basada en el mercado de capitales y el financiamiento a la producción

No hay acuerdo sobre los beneficios del mercado de capitales. Unos señalan, que es eficiente, dispersa los riesgos de la inversión entre muchos agentes y, reduce los costos, por consiguiente, es la vía más apropiada para lograr un crecimiento económico acelerado. Otros cuestionan la eficiencia de los mercados de capitales señalando que es un espacio en permanente desequilibrio, generador de ganancias y pérdidas financieras, independientemente de la producción que puede acelerar o retardar el crecimiento económico. En consecuencia, no es una estructura funcional para países en desarrollo que requieren transitar por un proceso de industrialización.

i) El mercado de capitales es un espacio de intermediación financiera eficiente

La mayoría de los autores de la corriente teórica dominante señalan que el mercado de capitales es la estructura donde tiene lugar la intermediación financiera porque entran en contacto los agentes deficitarios (empresas) y los agentes superavitarios (familias), véase, entre otros, Mishkin, capítulo 2. Los defensores de una estructura de capital eficiente añaden que la compra y venta de valores se debe realizar con base en precios ‘correctos’. Ello implica que los precios de los títulos de las empresas (que financian a la producción) son iguales a los rendimientos actualizados a una tasa de interés que se distribuyen entre los agentes que compran los títulos (se desprenden de liquidez). O sea, la tasa de interés es una variable real que determina el nivel de los ahorros (*i.e.*, posponer o adelantar consumo entre el presente y el futuro) y el volumen de la inversión (dependiente de la productividad marginal del capital y la tasa de interés). El mercado de capitales debe ser eficiente para cumplir esta función, o sea, garantizar que sean iguales los rendimientos de todos los activos, dado un mismo nivel de riesgo, para evitar ganancias o pérdidas financieras. Esta condición se cumple cuando el precio de mercado de los activos es igual a su valor en libros (Toporowski, 2000).

Los mercados de capitales deben ser competitivos para cumplir con la función intermediación financiera. Ello implica que todos los agentes disponen de la misma información, hay muchos oferentes y demandantes, o sea, los mercados de capitales son amplios y profundos, no hay barreras a la entrada ni a la salida; y el tiempo es *ergódico* (el pasado no modifica el presente ni el presente al futuro). Fama (1970, 1991) postula la ‘Hipótesis de la Eficiencia de los Mercados’ (Fama, 1970 y 1991), existiendo dos versiones. En la primera (Fama, 1970) se supone que los precios deben reflejar toda la información disponible (contienen señales exactas) para distribuir eficientemente los recursos existentes; no hay costos de transacción (son nulos); hay gratuidad en la distribución de la información y, se conoce el efecto de la información existente sobre el precio actual y futuro. Adicionalmente, los precios reaccionan de manera inmediata a los cambios en la información y el arbitraje es perfecto. Una segunda versión de la Hipótesis de Eficiencia de Mercado (Fama, 1991) amplía la predictibilidad de los rendimientos, incluyendo pronósticos de retornos con base en la rentabilidad de los dividendos, las utilidades de los instrumentos financieros y pronósticos sobre las tasa de interés, etcétera.

Los bancos, bajo las condiciones de mercados financieros eficientes, tienen una función marginal en la intermediación financiera. De hecho, en el

análisis macroeconómico neoclásico, no se incluye el funcionamiento del sector bancario (Grazianni, 2003, 54-57); y, en la teoría monetarista, la emisión de créditos está limitada por las decisiones del banco central y el tamaño multiplicador monetario, que suponen estable (véase Friedman, 1971). Por su parte, los neoliberales señalan que el funcionamiento del sistema bancario depende de la profundización financiera que permite incrementar la relación dinero interno (deudas bancarias) a dinero externo (deudas del banco central), otorgando relativa autonomía a las reservas, lo cual permitiría ampliar el monto de los créditos (Gurley y Shaw, 1960).

Pese a que los teóricos neoclásicos y monetaristas (y, en general, los que pertenecen a las corriente dominante) rechazan que las estructuras financieras sean un reflejo de la estructura de clases dominantes, específicamente entre el capital productivo y financiero, Zysman (1983) argumenta que la estructura financiera basada en el mercado de capitales favorece los intereses de los tenedores de títulos de activos financieros, o sea, al sector financiero. Este autor señala que la dominación de las estructuras financieras basadas en el mercado de capitales funciona con base en la autonomía de los diversos grupos de (Estado, bancos y empresas) y una reducida intervención gubernamental en la economía, la cual es considerada ineficiente. En este contexto, el banco central sólo determina la tasa de interés (o controla la oferta monetaria)¹ y asume la función de prestamista de última instancia vía mecanismos de mercado (operaciones de mercado abierto), véase Goodfriend y King (1988). El objetivo fundamental de la política monetaria es controlar la inflación, o sea mantener estable el poder de compra del capital financiero, favoreciendo a los acreedores y desfavoreciendo a los deudores. La banca central no puede orientar los flujos financieros a sectores determinados (políticas selectivas de créditos) o favorecer determinados sectores (diferenciales de tasas de interés y operaciones de redescuentos).

El gobierno actúa como un ente autónomo y no está capacitado para intervenir en la dirección de los flujos, lo cual, de acuerdo a Zysman, tiene dos consecuencias: “Primero, el gobierno no podrá manipular el mercado de capitales para influir selectivamente en la distribución de recursos y, segundo, las instituciones financieras no podrán intervenir en las decisiones de las empresas” (1983:71).

¹ Hay una división de opiniones al interior de la corriente dominante sobre las vías que se despliega la política monetaria. Los monetaristas señalan que la principal función del banco central es el control de la oferta monetaria vía la base monetaria (véase Friedman) mientras que Wicksell, los Nuevos Keynesianos (Blinder, 1998) y el Nuevo Consenso Clásico (Bindseil, 2004) señala que el banco central sólo puede controlar la tasa de interés.

En este tipo de organización financiera hay una disociación entre la esfera productiva y financiera. Las empresas, los bancos y, el gobierno actúan en distintas esferas, a partir de los cuales negocian como socios autónomos. En otras palabras, ni la organización financiera ni la política económica garantizan la interacción entre los oferentes y demandantes de financiamiento. Los mecanismos de mercado asumen plenamente la función de intermediación y la determinación 'correcta' de los precios de los títulos financieros.

ii) El desequilibrio del mercado financiero y las ganancias financieras

Historiadores y economistas heterodoxos cuestionan la "Hipótesis de la Eficiencia del Mercado" y, en general, la operación eficiente del mercado. Ambos grupos argumentan que la dominación de las estructuras financieras basadas en los mercados de capitales está conectada a situaciones históricas donde hay gran movilidad de capitales, con procesos de creciente valorización del capital que son independientes de las ganancias productivas; acompañado de una gran diversidad de instituciones financieras no bancarias sin reglamentación adecuada, que generan liquidez. La variable financiera por excelencia son los precios de los títulos que determinan el comportamiento de todas las instituciones financieras.

Los antecedentes históricos de la primera gran crisis financiera (1929) fueron la constitución de la bolsa de valores de Nueva York, en un entorno de creciente movimiento de capitales, debido a la mayor circulación de bonos de largo plazo emitido por los países beligerantes; redistribución de compras de los países aliados y atracción de capitales hacia la bolsa de valores de Nueva York (refugio para los capitales). A su vez, la bolsa de valores de Nueva York fue una de las principales fuentes de recursos para América Latina, continente en desarrollo, y Europa (véase Germain, 1997). Goldsmith (1963) añade que en el período anterior a la crisis tuvo lugar una profundización del mercado de valores (los activos financieros a activos totales crecieron de 0.75 a 1.20% entre fines del siglo XIX y 1929), ocasionado por un aumento en los precios de los títulos financieros, con una participación creciente de las instituciones financieras no bancarias en el total de activos financieros.

Este mismo autor resalta que los bancos comerciales se debilitaron en el proceso de profundización financiera (1900 controlaban 60 de los activos financieros descendiendo en 1930 a menos de la mitad) en un entorno de diversificación de instituciones financieras no bancarias, entre las que sobresalen los bancos de inversión, instituciones de créditos relacionadas a las ventas al consumidor, asociaciones de ahorro y préstamos (Goldsmith, 1963).

Russell (2008, capítulo IV) señala que una de las causas de la crisis de 1929 fue la reducción de ingresos bancarios por concepto de crédito, inducida por una burbuja proveniente del mercado financiero, resultado de una creciente emisión de títulos (acciones) que volvieron más atractivo el financiamiento del sector no bancario y generó un alza de precios de los títulos financieros (*i.e.*, ganancias financieras). En este contexto, las instituciones bancarias presionaron por una desregulación, permitiéndoles incursionar en actividades de la banca de inversión (legalizada en el Acta de McFadden de 1927), apareciendo fideicomisos de bonos afiliados a los bancos. Ello provocó un proceso de crecientes fusiones en las corporaciones financieras (bancos comerciales y de inversión) y no financieras. Adicionalmente, dado el incremento de los precios de los títulos financieros, los bancos se fondearon en el mercado de valores y, debido a la escasa y débil regulación bancaria, otorgaron créditos con fines especulativos y, en base a colaterales sobrevaluados. El creciente movimiento de capitales conjuntamente con la desregulación bancaria también propició operaciones financieras fraudulentas.

La caída de los precios de los títulos financieros afectó el funcionamiento de la banca de inversión y de la banca comercial y provocó la Gran Depresión de 1930, acompañada de una restricción crediticia, la cual no se pudo revertir con políticas monetarias laxas (*ibid*, p. 56).²

A partir de lo anterior es posible concluir que la organización financiera basada en el mercado de capitales tiene una forma particular de generar financiamiento, la cual, se repitió en el periodo neoliberal, previo a la segunda gran crisis financiera. Específicamente, tuvo lugar un aumento en el movimiento de capitales, se desreguló la actividad bancaria y hubo un crecimiento acelerado de las entidades financieras no bancarias y el comercio con títulos financieros, véase entre otros a Eatwell y Taylor, 2000.

Ertürk y Özgür (2009), señalan que en el periodo posterior al Sistema Bretton Woods, las bases de operación del sistema financiero se trasladaron desde las operaciones de los bancos comerciales al mercado de capitales, asumiendo el precio de los activos financieros (actual y esperada) un papel central en la distribución del financiamiento, teniendo la cualidad de relajar o restringir los créditos. Estos autores argumentan que los precios de los

² Russell (2008, p. 56) llama la atención que políticas monetarias laxas no son capaces de revertir la restricción crediticia y superar la recesión económica (*ibid*, p. 56). Con base en argumentos de Friedman y Schwartz, señala que el incremento de dinero de alto poder en 1933, por parte de la Fed (banco central de Estados Unidos de América), a disposición de la estructura bancaria, contrario a lo previsto, generó menores niveles de oferta monetaria (por pago de las deudas sin incrementar los créditos).

activos tienen un efecto expansivo sobre la capitalización de las instituciones financieras bancarias y no bancarias y no financieras. Por el lado de los prestatarios, los mayores precios incrementan el valor de los colaterales e inducen a una mayor demanda de financiamiento y, por el lado de los prestamistas, la expansión del valor de los colaterales, así como el mayor valor de la capitalización de las instituciones, reduce los indicadores de los riesgos y los estándares prudenciales. Ello provoca que los bancos estén dispuestos a incrementar la disposición crediticia y los prestatarios a incrementar su endeudamiento. O sea, en estructura financiera basada en el mercado de capitales, los créditos tienen mayor elasticidad cuando suben los precios de los activos financieros.

Nótese, el mercado financiero se encuentra en continuo desequilibrio, no existiendo una relación estrecha entre los fundamentos económicos (precio de oferta) y el precio de los activos financieros (precio de demanda), lo cual, destruye los fundamentos de la Hipótesis de Eficiencia de los Mercados. La inflación financiera se debe a un creciente influjo de capitales al mercado financiero que no se monetizan (incrementan la velocidad del movimiento de capitales al interior del mercado de valores y el monto de influjos), véase Toporowski, 2000; y, los crecientes valores de los precios de los activos, en vez de deprimir la demanda de títulos, la expande porque incrementan las ganancias financieras.

Las instituciones responsables de la creciente demanda de los títulos financieros y la permanencia de los títulos financieros en el mercado de valores son los inversionistas institucionales (Siefores, compañías de seguros, etcétera), las instituciones que otorgan créditos sin aceptar depósitos (Sofoles, Sofomes), así como las operaciones fuera de balance de la banca universal (vehículos especiales crediticios). Las corporaciones no financieras se sobrecapitalizan generando una creciente inestabilidad financiera porque el valor de las corporaciones está desligado de los fundamentos productivos, adquiriendo una importancia central el movimiento de los precios de mercado de los títulos financieros. El exceso de emisión de acciones genera ganancias rápidas aunque altamente frágiles por la continua restructuración de las hojas de balance. A su vez, los bancos pierden los clientes más seguros y se modifica el destino de los créditos bancarios hacia actividades sujetas a subyacentes cuyos títulos tienen mercados secundarios profundos (como la vivienda).

La evolución del sistema financiero mexicano

Los países en desarrollo no tuvieron la misma experiencia que los países desarrollados a pesar que adecuaron su organización financiera al mercado de capitales. Específicamente, las nuevas prácticas financieras no lograron

revolucionar los sistemas financieros de los países en desarrollo, provocando que ni el mercado financiero, ni el mercado de valores, alcanzaran niveles de profundización amplios que pudieran inducir *booms* financieros. La debilidad estructural de los mercados de los países en desarrollo mantuvo la restricción crediticia en la fase expansiva del ciclo económico. Podemos señalar que la inflación financiera de los países en desarrollo estuvo ligada a los movimientos de capital externo independientemente de las instituciones domésticas de carácter productivo y financiero.

La verificación empírica de nuestra hipótesis se realizará mediante el estudio de la evolución de la estructura del sistema financiero y del mercado de valores mexicano, los cuales se relacionan al destino del financiamiento al sector privado no financiero. Argumentaremos que México fue sujeto a una restricción crediticia en la fase expansiva del ciclo, porque la valorización del capital financiero no estuvo relacionada a las estructuras domésticas financieras y no financieras (productivas). El creciente influjo de capitales externos al sistema financiero mexicano tuvo un impacto limitado en el financiamiento de la producción y la inversión pese a las crecientes ganancias financieras.

a) Evolución de las estructuras financieras y el mercado de valores (1997 y 2009)

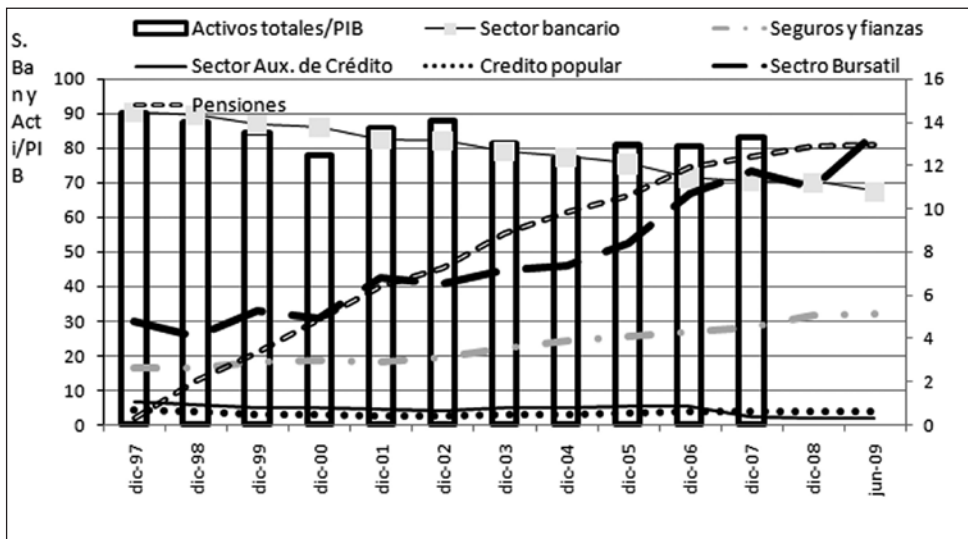
Los antecedentes del sistema financiero mexicano previos a 1997, fueron la desregulación y la globalización financiera, productiva y comercial, los cuales, provocaron el estallido en México (1994) de la primera gran crisis financiera del modelo neoliberal. Las vías escogidas para superar la crisis financiera de 1994, junto a la decisión política de continuar con la activación del mercado de capitales, cuya función era generar financiamiento a la producción y la inversión, impulsaron una nueva oleada de reformas estructurales, entre las cuales destacan la adopción de las instituciones del sistema financiero de Estados Unidos. El objetivo de las reformas (particularmente las contenidas en el TLCAN (véase Levy y Girón, 2005) fue incrementar la competencia del sistema financiero mexicano levantando las restricciones a la inversión extranjera directa en el sector productivo y el financiero, específicamente en la banca, las compañías de seguros y los fondos de inversión (destacadamente las Siefors) y las instituciones bancarias no bancarias (*non-bank banks*) que en México se han denominado Sofoles y Sofomes. Estas instituciones, junto con los fideicomisos para la bursatilización de activos relacionados a los bancos (legalmente no conectados a los bancos) tuvieron

como objetivo ampliar el comercio con derivados y la operación con activos basados en colaterales (en 2001 aparecen los primeros certificados bursátiles, véase Reporte del Sistema financiero, 2007, p. 41).

El impacto de estos cambios institucionales sobre el tamaño del sistema financiero mexicano no fue significativo. La tasa media de crecimiento anual entre diciembre 1997 y julio del 2009 fue de 3.5%, destacándose la tendencia descendente de los recursos totales del sistema financiero (excluyendo los derivados) con respecto al PIB, lo cual indica un empequeñecimiento del mercado financiero mexicano.

A nivel de los grandes sectores institucionales encontramos un orden de prelación que, aunque ubica al sector bancario en primer lugar, muestra una tendencia descendente (cae su participación en 23 puntos porcentuales). Los sectores que siguen en importancia, en un alejado segundo lugar son el sector bursátil y el de pensiones; seguido por el sector de seguros y fianzas. Las instituciones auxiliares de créditos y las que otorgan créditos al sector popular se encuentran en el último lugar, véase gráfica 1.

Gráfica 1
Activos del sistema financiero



La evolución y la composición del sector financiero indican un reacomodo de las instituciones financieras sin que el sector bancario perdiera su predominio ni que las instituciones financieras no bancarias asumieran la función de impulsar al sector financiero en su conjunto. Simplemente hubo un reacomodo de las instituciones financieras adquiriendo mayor importancia el sector bursátil, las instituciones relacionadas a la privatización de las pensiones y, las relacionadas a los seguros.

En términos de instituciones encontramos que la reducción del sector bancario se explica con base en la menor participación de la banca comercial en el sistema financiero total (bajó de 66.5 a 53.7%, ente diciembre de 1997 y junio de 2009) con una tasa de crecimiento media anual de apenas 1.7%; seguida por las instituciones financieras bancarias públicas. La banca de desarrollo redujo su participación de 18.7% a 11.1%, entre diciembre de 1997 y junio el 2009, con una tasa media de crecimiento anual negativa de sus activos (-0.9%). Las fondos de fomento, tan poderosos en períodos anteriores, tuvieron una tasa media anual de crecimiento de -3.7%, representado alrededor de 2% del sistema financiero total. Por su parte, las Sofoles, que fueron la novedad del período (impuesto por el TLCAN) experimentaron la mayor tasa de crecimiento media anual (8.6%), la cual, sin embargo tuvo un peso muy limitado (0.9%) en el sistema financiero total, el cual, incluso es inferior al a los fondos de fomento, véase tabla 1.

Las instituciones financieras relacionadas a las pensiones provocaron un fuerte dinamismo al conjunto sistema financiero. Las Siefiores empezaron a operar en 1997, diferenciándose de las instituciones de pensiones a trabajadores al servicio del Estado, los cuales han rechazado privatizar sus esquemas de pensiones. La tasa media anual de crecimiento de estas instituciones fue de 44.1 y 31.1% respectivamente, con una participación promedio de 6.9 y 1% con respecto al sistema financiero total, respectivamente; alcanzando las Siefiores un máximo de 12%, en julio de 2009, véase tabla 1.

El sector bursátil presenta un dinamismo similar a las instituciones del sector de pensiones, encabezado por las sociedades de inversión (distintas a las Siefiores) con un promedio de participación de 7%, alcanzando un máximo de 11% en 2006, 2007 y 2009. La baja participación de la casa de bolsa no es una sorpresa porque su función es representar a los clientes en la bolsa de valores, disponiendo de pocos activos. Finalmente, destacan las compañías de seguro, con una participación promedio de 3.5% y una tasa media de crecimiento media anual de 9.6%, véase tabla 1.

Las instituciones tradicionales no bancarias de la estructura financiera basada en el sistema de créditos perdieron importancia en el actual sistema financiero. Las organizaciones auxiliares de crédito (Arrendadoras, Factoraje y Almacenes Generales de Depósito) no alcanzan a representar 1%, aplicándose lo mismo a las uniones de créditos y las sociedades de ahorro y crédito, véase tabla 1.

Tabla 1
Estructura de los recursos del sistema financiero mexicano (sin instrumentos financieros derivados) 1997-2009 (%) *

	Sector Bancario				Sector de Seguros y fianzas			Sector Aux. de crédito		Credito Popular			Sector Bursátil				Sector Pensiones	
	Activos /PIB	Banca comercial	Banca Desarrollo	Sofoles	Fideicomisos Públicos	Seguros Afianzadores	Seguros de salud **	Arrendados	Factoraje	Alm. Grales. de deposito	Uniones de crédito	Sociedades de ahorro y préstamo	Casas de Bolsas	Sociedades de Inversión	Casas de Cambio	Instituciones de Pensiones	Siefores	
dic-97	90.0	66.5	18.7	0.4	4.8	2.5	0.1	0.6	0.3	0.2	0.5	0.2	0.9	3.8	0.1	0.1	0.2	
dic-98	87.4	66.0	18.1	0.5	5.0	2.5	0.1	0.5	0.2	0.2	0.5	0.2	0.4	3.6	0.1	0.3	1.7	
dic-99	84.5	65.3	15.9	0.7	5.2	2.8	0.1	0.4	0.2	0.2	0.4	0.2	0.4	4.8	0.1	0.6	2.8	
dic-00	77.7	65.0	15.8	0.9	4.4	2.8	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	4.5	0.1	0.9	4.0	
dic-01	85.5	62.6	15.1	1.0	4.1	2.8	0.1	0.4	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	6.4	0.1	1.1	5.3	
dic-02	87.9	57.2	20.4	1.1	3.4	3.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	6.1	0.1	1.2	6.1	
dic-03	81.3	57.6	17.1	1.0	3.4	3.4	0.1	0.4	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	6.8	0.1	1.3	7.5	
dic-04	76.9	56.1	17.0	1.3	3.2	3.8	0.1	0.4	0.3	0.1	0.3	0.2	0.3	6.9	0.1	1.4	8.4	
dic-05	80.7	55.5	15.7	1.4	2.9	4.0	0.1	0.5	0.3	0.1	0.3	0.3	0.4	8.0	0.1	1.3	9.3	
dic-06	80.3	55.3	12.4	1.4	2.5	0.1	0.02	0.2	0.1	0.3	0.3	3.3	0.5	10.1	0.1	1.3	10.6	
dic-07	83.0	56.0	11.1	1.0	2.2	4.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	11.0	0.1	1.3	11.1	
dic-08	nd	56.2	11.1	0.8	2.0	4.9	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3	0.3	1.7	9.2	0.0	1.3	11.6	
jun-09	nd	53.7	11.1	0.8	2.0	5.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	3.3	10.1	0.0	1.3	11.7	
PP	59.5	15.4	0.9	3.5	3.5	0.1	0.02	0.2	0.1	0.3	0.2	0.8	7.0	0.1	1.0	6.9		
CV		8.1	20.0	32.5	32.5	25.0	8.4	40.4	41.5	21.4	24.0	29.5	112.2	35.8	39.5	42.1	56.4	
TCMA	3.5	1.7	-0.9	8.6	-3.7	9.6	4.8	-9.4	-11.2	0.7	-0.6	7.5	15.0	12.3	-10.1	31.1	44.1	

* A los recursos totales (activos) se les restó el monto reportados de instrumentos financieros derivados.

** La informacion disponible a partir del año 2000

*** La participación se calcula considerando el total de activos de cada institución entre el total de activos del sistema financiero en su conjunto
PP: Participación promedio; CV: Coeficiente variación (desviación estandar entre la participación promedio)

ii) Mercado de Valores

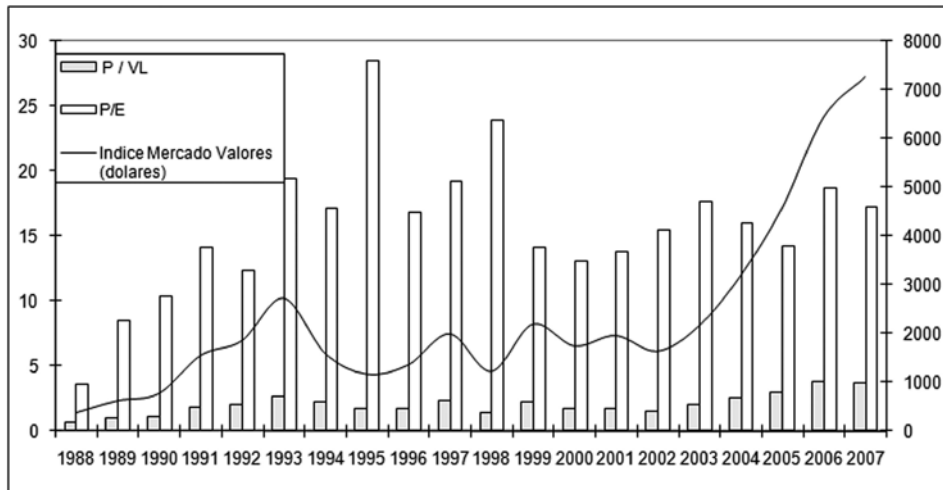
La bolsa de valores, espacio de intermediación fundamental de la estructura basada en el mercado de capitales, empezó adquirir importancia en el sistema financiero mexicano en los años ochenta. Las principales reformas que impulsaron a este mercado fue la reactivación de las casas de bolsa a raíz de la nacionalización bancaria (véase Minushkin, 2005), el incremento de la emisión de bonos públicos y la privatización de las grandes empresas públicas. A inicios de los años noventa se globalizó el mercado monetario y se desreguló la inversión extranjera directa en el sistema productivo y financiero, extranjerizándose la mayor parte de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias) y no financieras.

Estos cambios institucionales permitieron que, en el periodo de análisis, los precios de las acciones fueran uno de los principales indicadores. El acelerado incremento del precios de los títulos financieros (se mide a través del índice S&P/IFCG),³ que no considera las restricciones de los inversionistas externos) presenta la mayor tendencia alcista entre 1997 y 2007, véase a 2^a. El impacto de este índice sobre ganancias financieras se mide a través de los coeficientes precio a valor en libros y precio a utilidad. El primer coeficiente es el que mejor refleja las ganancias financieras y, tiene su mayor etapa de crecimiento, entre 1997 y 2007, alcanzando una media de 2.33% (contra 1.61% entre 1987 y 1996); el valor máximo se logra en 2006 (3.8%) y el mínimo en 1997 (1.4%). El movimiento de este coeficiente está fuertemente relacionado al índice de precio del mercado de valores y la entrada de capital externo. El segundo coeficiente (precio/utilidad) muestra una tendencia similar, alcanzando en el segundo período (1997-2007) un promedio de 16.2%, contra 14.5% (1987 y 1996), el cual, sin embargo, está menos relacionado al movimiento de capitales.

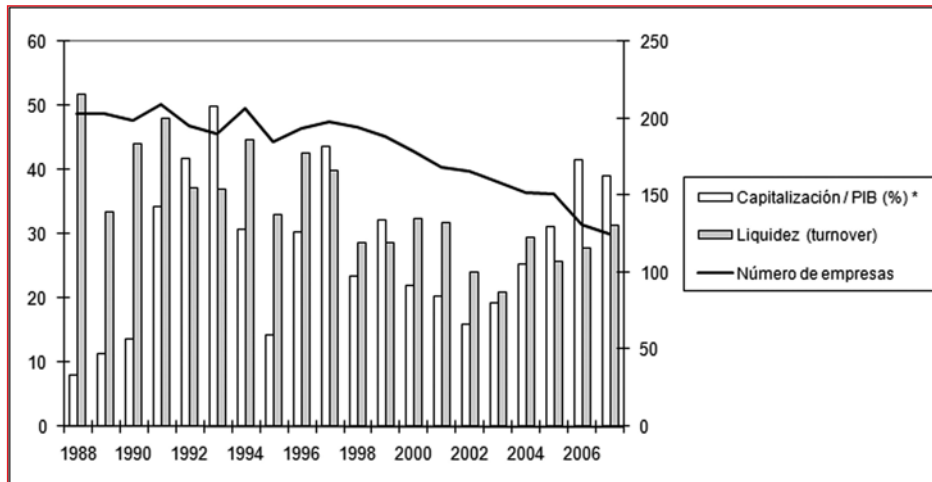
Respecto al tamaño del mercado encontramos que el valor de capitalización está muy relacionado al índice de precios y a la entrada de capitales externos, acompañada de una caída en las empresas listadas en el mercado de valores, véase grafica 2b. El coeficiente de liquidez (que indica el valor de los títulos negociados entre el valor de capitalización media del mercado) se reduce en el segundo período (1997/2008), lo cual indica que no está relacionado con la profundidad del mercado de valores (valor de capitalización entre el producto) sino con el tamaño del mercado. O sea, la liquidez no está vinculado al desarrollo económico, Stallings y Studart 2006, p. 170.

³ Es el índice de precio y cotizaciones medido en dólares, calculado por S&P/IFCG, que toma en cuenta las empresas más representativas. Se considero el índice IFCG que representa el comportamiento del mercado sin considerar la restricción en los inversionistas institucionales.

Gráfica 2
Indicadores de precios y ganancias financieras



Gráfica 2a
Indicadores del tamaño del mercado financiero

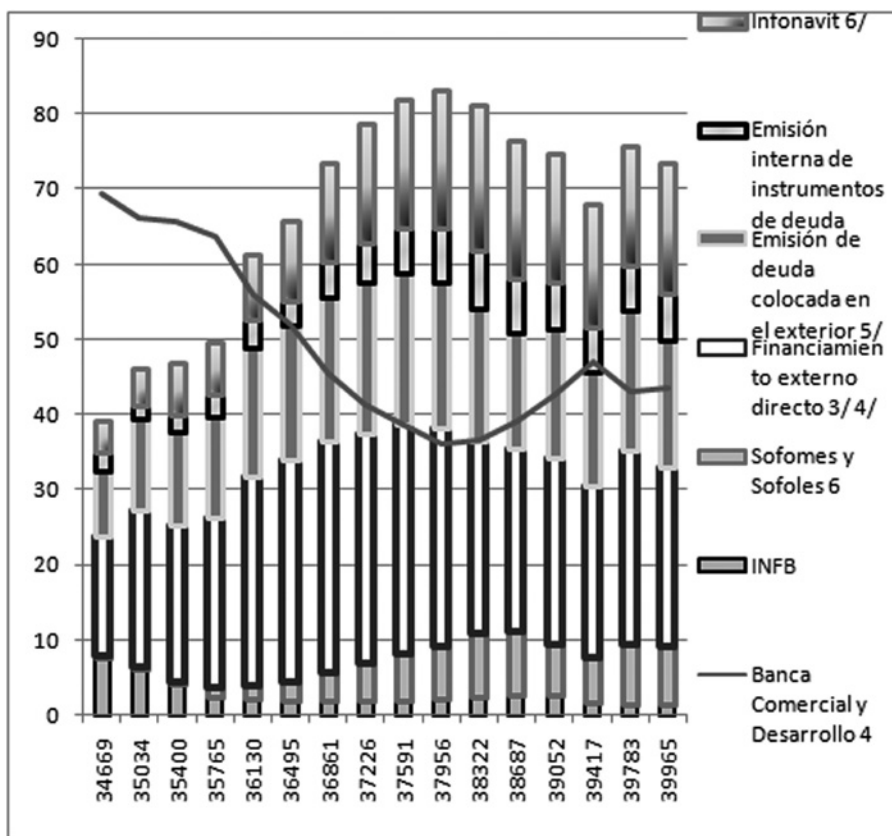


En resumen, el tamaño del mercado y las ganancias financieras están relacionados al índice de los títulos financieros y a la entrada de capitales, siendo relativamente independientes el coeficiente de precios a rendimientos y el de liquidez.

iii) *Financiamiento del desarrollo económico*

El financiamiento total del sector privado no financiero con relación al producto evidencia una creciente restricción crediticia desde la crisis mexicana de 1994, particularmente a partir del año 2000 la actividad empresarial es la más afectada. El financiamiento a la vivienda es la segunda actividad más importante, sin embargo se ha mantenido relativamente constante con respecto al producto. El financiamiento al consumo tuvo un crecimiento mayor, el cual, sin embargo, se mantiene muy reducido con relación al producto (promedio de 3% con respecto al producto), con un máximo de 5%, entre 1996 y 2009, véase grafica 3a, por consiguiente, por sí solo no puede detonar una crisis financiera ni inducir una parálisis industrial.

Gráfica 3a
Indicadores del tamaño del mercado financiero



A nivel de instituciones encontramos que la banca comercial y de desarrollo son la principal fuente de financiamiento (en promedio representan 49% respecto al financiamiento total al sector privado no financiero), sigue el financiamiento externo directo (incluye créditos de la banca extranjera y otros acreedores) con 25.4%; las emisiones de deuda en el exterior (16.3%), Infonavit (13.2%) y la Emisión de deudas en el mercado de valores mexicano (5%), véase gráfica 3b. Las Sofoles y Sofomes apenas representan 4.5% y las otrora poderosas instituciones financieras no bancarias (Arrendadoras, Empresas de factoraje, Sociedad de ahorro y Préstamos y Uniones de Créditos) en promedio representaron 2.8%. La evolución de la participación de estas instituciones a lo largo del periodo se muestra en el grafica 3^b. La banca comercial y de desarrollo tienen una tendencia descendente que cede espacio al financiamiento de origen externo, no siendo importante el financiamiento proveniente de las Sofoles y Sofomes y del mercado de valores.

Las implicaciones de la modificación del financiamiento son, primero, sólo reciben recursos financieros, las empresas solventes de tamaño grande y las AAA, acompañado de una restricción crediticia para las pequeñas y medianas empresas. El financiamiento de la vivienda no está relacionado a los mecanismos de mercado, sino de transformaciones institucionales de Infonavit, que no operan con la lógica de las instituciones privadas. Finalmente, el financiamiento al consumo es otorgado fundamentalmente por la banca comercial por los altos rendimientos que estos generan en términos de comisiones e intereses.

A partir de lo anterior es posible señalar que el sistema financiero se adecuó al sistema financiero internacional y, aunque modificó el destino del financiamiento, no pudo incrementar la disponibilidad de financiamiento al sector privado no financiero. A diferencia de los países desarrollados, las actividades dinámicas (financiamiento al consumo y la vivienda) no fueron objetivo de crecientes niveles de financiamiento.

Recomendaciones de política económica

La estructura financiera basada en el mercado de capitales, a lo largo de la historia, no ha sido la organización dominante, ni ha estado presente en los momentos de despegue económico de los países desarrollados. Podemos señalar, que antes de la segunda etapa de globalización, esta estructura sólo dominó los mercados financieros de Inglaterra y Estados Unidos, acompañado de fuertes regulaciones y segmentación financiera, para neutralizar la especulación financiera.

La estructura financiera basada en el mercado de capitales dominó en dos momentos históricos: en los años previos a la crisis de 1939 y, a la crisis de 2008. La gran particularidad del período posterior al Sistema Bretton Woods es la proliferación de la estructura del mercado de capitales a casi todos los países del orbe, generándose mayor financiamiento sólo en los países con estructuras financieras robustas y profundas.

Las economías en desarrollo con mercados de capitales estructuralmente débiles, aunque tuvieron fuertes procesos de inflación financiera, éstos no fueron constantes; provocándose una restricción crediticia de grandes dimensiones. El ejemplo más notable ha sido la economía mexicana que se distinguió por reducir el financiamiento al sector privado no financiero con relación al producto, restringiendo principalmente los recursos financieros a las empresas pequeñas y medianas. La evidencia de la disfuncionalidad de los mecanismos de mercado se observa por la forma en que se financió la vivienda.

De hecho, el financiamiento a la vivienda se mantuvo como una proporción relativamente constante del producto interno bruto aunque su participación se duplicó en el financiamiento total. Ello fue producto de una decisión política que modificó el funcionamiento del Infonavit y por la creación de una banca de desarrollo particular (Sociedad Hipotecaria Federal) cuya función ha sido otorgar garantías y seguros a los créditos hipotecarios. En el sistema financiero mexicano las operaciones de titularización han sido limitadas, lo cual, limitó los incentivos de los bancos a relajar las condiciones crediticias, abracando la banca comercial y de desarrollo. La adecuación del sistema financiero a las nuevas instituciones relacionadas con el mercado de capitales ha sido menos dramática en otros países de la región. Por ejemplo en Brasil, el Banco Nacional del Desarrollo (BNDES), mantuvo su fuerza y fue pilar en el financiamiento de la producción (de Paula, EF, 2008).

En este contexto se retoman la experiencia de la estructura financiera basada en el mercado de créditos, donde los bancos canalizan financiamiento a sectores prioritarios del gobierno con aval gubernamental. Específicamente, se dirigen los créditos a sectores que no cumplen las condiciones de solvencia de las instituciones financieras bancarias (no tienen historial crediticio, colaterales, etcétera), los cuales, sin embargo, tienen una función central en el crecimiento económico. Los ejemplos más emblemáticos, entre otros, son el sector agrícola que debe garantizar la soberanía alimentaria; el desarrollo de tecnologías hacia sectores nuevos; el desarrollo de infraestructura, etcétera.

Finalmente, se debe señalar que una política económica contra-cíclica requiere de instituciones financieras que garanticen la disponibilidad crediti-

cia a los agentes menos solventes para multiplicar el efecto del gasto público deficitario. Una de las grandes limitaciones de la economía mexicana, en los años setenta, fue que la banca comercial se dedicó a especular y obtener ganancias mayores que el resto de las actividades, restringiendo los créditos a los sectores productivos. Esto ocurrió en un contexto de dispersión de objetivos de la banca de desarrollo que se ocupó más en el combate a la inflación que en generar condiciones de crecimiento endógenas.

Bibliografía

- Banco de México, 2006, "Reporte del Sistema Financiero de México, 2006", www.banxico.org.mx
- Bindseil U. (2004), "Monetary Policy implementation. Theory-past-present", Oxford University.
- Blinder A. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.
- De Paula, L.F. (2008) "El sector financiero, la reciente expansión del crédito y el financiamiento de largo plazo de Brasil", *Economía Informa*, núm. 355, diciembre.
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Edit. The New Press. Nueva York, E. U.
- Fama E. (1991), "Efficient capital market II", in *The Journal of Finance*, vol. 46, núm. 5, diciembre, pp. 1575-1617, www.jstor.org
- (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", en *The Journal of Finance*, vol. 25, núm. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association Nueva York, N.Y., diciembre, 28-30, 1969 (mayo, 1970), pp. 383-417, <http://links.jstor.org>
- Friedman M. (1971) "Un marco teórico para el análisis monetario", *El marco monetario de Milton Friedman. Un debate con sus críticos*. R. J. Gordon (editor), La Red de Jonás, 1979, México, 1979, pp. 13-79.
- Germain R.D (1997), *The International Organization of Credit: states and global finance in the world-economy* (Cambridge University Press, 1997).
- Goodfriend and King (1988), "Financial deregulation, monetary policy, and central banking" Paper provided by University of Rochester - Center for Economic Research (RCER) in its series RCER Working Papers, with number 121
- Goldsmith R. (1963), *Estructuras Financieras y desarrollo*, México, Cemla.
- Graziani A. (2003), *The monetary theory production*, Cambridge University Press.

- Gurley and Shaw (1960), *Money in a theory of finance*, Washington: the Brookings institutions.
- Korkut E. y G. Özgür (2009), "What is Minsky all about, anyway?" *Real-world economics review*, ISSUE núm. 50.
- Levy N. y A. Girón (2005), *México: los bancos que perdimos. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*, Grupo Edición, Instituto de Investigaciones Económicas y Facultad de Economía, 130 pp.
- Mishkin, Frederic S. (1998[2003]), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison Wesley, Sixth Edition Update, capítulo II, pp. 20-45.
- Minushkin S. (2005), "Banqueros a casabolseros: la transformación estructural del sector financiero mexicano", en *Cuando el estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México*. Gustavo del Ángel Mobarak, Carlos Bazdrech y Francisco Suárez Parada (compiladores), *Lecturas del Trimestre Económico*, núm. 96. Fondo de Cultura Económica, México.
- Russell, E. 2008, *New Deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*, Nueva York, Routledge
- Stalling B. y R. Studart (2006), *Finance for development. Latin America in comparative perspectives*, Brookings Institutions Press, United National, Eclac.
- Toporowski J. (2000), *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy.
- Zysman, J. (1983) *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Growth*, Cornell University Press, 1987, E.U.