



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO EN ECONOMÍA
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
MAESTRÍA EN ECONOMÍA

GRADO DE FINANCIARIZACIÓN:
INVERSIÓN, DESEMPLEO Y SECTOR FINANCIERO

TESIS QUE PRESENTA EL ALUMNO:
RICARDO ANTONIO CABRAL TENA

ASESORA:
DRA. ALICIA ADELAIDA GIRÓN GONZÁLEZ.
MÉXICO D. F. NOVIEMBRE 2012



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Agradecimientos y Dedicatoria

Muchas gracias al Creador.

También agradezco a mi tutora, la Doctora Alicia Girón por el apoyo brindado en la realización de esta tesis. A las sinodales, las Doctoras. Irma Manrique, Marcia Solorza y Teresa Santos, y la Maestra Patricia Rodríguez por sus valiosas aportaciones al desarrollo y presentación del trabajo. A mis compañeros Rebeca, Iveth, Ethel, Dulce, Toño, Ángel y Jaime por los buenos recuerdos de las clases. A Ericka por el apoyo desde mi ingreso.

Gracias a mis papás, quienes siempre me han apoyado e inspirado y en esta etapa de la vida no fueron la excepción.

De manera especial, a Rebeca por su constante apoyo durante las vicisitudes presentadas en el transcurso de nuestros estudios, por los interminables recuerdos, por las risas y su alegría. No hay palabras suficientes para agradecer tantas cosas.

Dedico esta tesis:

A mi hermano, con quien comparto tantas cosas más allá de los apellidos.

A mi familia extendida: Nonna, Lucía, Agustín, Marcia, Ricardo Antonio, Juan José, Lorena, Emiliano, Marco, Leonora, Rocío, Aude, Andrés, Eduardo, Carlos Valle, Carlos Islas, Carlos Maltos, Salomón, Paty, Vanessa, Karen, Sara, Topi y Manuel.

A todos aquellos que no han claudicado en la obtención de un objetivo, sin importar las dificultades encontradas.

A Pedro.

Contenido

Introducción	1
1. Marco teórico	5
1.1 Definiciones	7
1.2 Antecedentes	8
1.3 Las finanzas determinan el rumbo económico	10
1.3.1 Ganancias de las empresas	12
1.4 Financiarización y la economía real	15
1.4.1 El sistema monetario internacional	21
1.4.2 Resumen de efectos en la economía	27
1.5 Estudios Descriptivos	27
1.5.1 La inversión con financiarización (Stockhammer 2004)	28
1.5.2 Ingreso de portafolio y las utilidades de las ENF (Krippner 2005)	34
1.5.3 La tasa de financiarización (Husson 2008)	37
1.5.4 Indicadores en relación al sector financiero (Crotty y Epstein 2008)	40
1.5.5 Análisis de los fundamentales de las empresas (Orhangazi 2007)	44
1.5.6 Otros trabajos relevantes	48
1.6 Conclusiones	49
2. Indicadores del sector financiero y desempleo en México	55
2.1 Antecedentes en México	58
2.2 Las utilidades de las empresas no financieras (ENF)	60
2.3 Impacto del sistema financiero mexicano	60
2.3.1 Ganancias del sector financiero	60
2.3.2 Comparativo de resultados entre ambos sectores	61
2.3.3 Magnitud de los activos financieros	62
2.3.4 Desempleo causado por la financiarización	63
2.4 Conclusiones	65

3.	Inversión en contexto de financiarización y el grado de financiarización	67
3.1	Análisis de las empresas grandes mexicanas	69
3.1.1	Algunos datos de las empresas mexicanas analizadas	70
3.1.2	La función de inversión en el contexto de la financiarización (I_{FINN})	72
3.1.3	Modelo Empleado	73
3.2	Índice propuesto	75
3.2.1	Metodología empleada	75
3.2.2.	Modelo de inversión	75
3.2.3	Ponderación de los componentes	75
3.3	El grado de financiarización ($gFINN$)	76
3.4	Conclusiones	82
	Conclusiones generales	85
A - 1	Especificaciones econométricas del modelo de I_{FINN}	I
A - 2	Datos para la construcción de $gFinn$	XI

Introducción

El fenómeno de la financiarización no es de reciente aparición, pero sí ha sido objeto de estudio de numerosos autores contemporáneos. A raíz de la notoria frecuencia de crisis financieras con desastrosas consecuencias para la economía en su conjunto, se han otorgado diversas explicaciones e identificado las causas específicas y consecuencias que ha tenido en las empresas, específicamente en sus decisiones de inversión en bienes de capital.

El inicio de la financiarización moderna generalmente aceptado es el final de los acuerdos de Bretton Woods. Otra característica generalmente aceptada corresponde a un dominio creciente de los mercados financieros sobre la producción desde ese momento. Existen evidencias de que las empresas han respondido a los cambios en el sistema financiero alterando su comportamiento de inversión.

Basándonos en el supuesto de que la financiarización contrae el ingreso como consecuencia de la disminución de inversión productiva, el estudio de este fenómeno es de gran relevancia para la comprensión de sus efectos sobre la economía real.

Si bien los estudios en los que se basa esta tesis describen diversos efectos de la financiarización, no existe una herramienta que incluya todas las propuestas. Se considera la hipótesis de que un indicador que mida el grado de financiarización puede servir para identificar sus efectos directos sobre la economía.

Es por esto que esta tesis desarrollará un índice del grado de financiarización de la economía mexicana, a lo largo de tres capítulos.

El primer capítulo describirá teóricamente a la financiarización. En un marco teórico heterodoxo, identifica puntualmente diversas características del proceso. Establece el contexto histórico para la comprensión de la razón de ser de la financiarización y termina describiendo las formas de medirla empleada por varios autores.

Las bases teóricas anteriores servirán para demostrar la financiarización de la economía mexicana a través de una recopilación de distintos indicadores macroeconómicos en el periodo 2000 – 2007 en el segundo capítulo. En un siguiente apartado se demuestra que la financiarización afecta al nivel de empleo. Los datos y resultados presentados son suficientes para suponer cambios en el comportamiento de las empresas de México.

Considerando lo anterior, en el tercer capítulo se hace un análisis del comportamiento de inversión en un contexto de financiarización al agregado de una muestra de siete empresas mexicanas con validando la condición de que las corporaciones han modificado su comportamiento de inversión. El segundo apartado del capítulo se enfoca a la construcción del índice propuesto. Finalmente, el análisis del índice confirma que la economía mexicana se encuentra financiarizada, pero no en la misma magnitud que la de países con un sistema financiero mucho más desarrollado.

Las conclusiones obtenidas dan soporte empírico a la teoría considerada, muestran que los resultados financieros de las empresas, esto es, la ganancia o pérdida neta incurrida por la inversión en títulos financieros, de manera conjunta con la demanda, son los que determinan los recursos empleados en la expansión de los activos productivos.

**Capítulo primero:
Marco teórico**

Introducción

El presente capítulo comenzará por definir el concepto de financiarización. En el segundo apartado se expondrán las razones de por qué el rumbo económico de los países es determinado por las elites financieras y cuáles son sus consecuencias para el ingreso de las empresas. Posteriormente se abordarán los efectos más importantes del proceso en la economía real, para continuar con la presentación de los estudios que se consideran para la construcción del índice propuesto en esta tesis. Por último se presentarán las conclusiones del capítulo.

1.1 Definiciones

Diversos autores han aportado definiciones para la financiarización, Epstein (2005) hace un resumen de estas: la aceptación del enfoque administrativo de las empresas donde las decisiones gerenciales se orientan hacia estrategias donde se muestra preferencia por que se incremente el valor de las acciones. El dominio creciente de los sistemas financieros de mercados de capitales por encima del sector bancario.

sistemas financieros de mercados de capitales por encima del sector bancario.

“Otros autores con mayor influencia de Hilferding, definen la financiarización como: “el incremento del poder político y económico de la clase rentista” (Epstein, 2005: 3).

El propio Epstein la define como:

“...el papel creciente de mercados, actores e instituciones financieras en la operación de las economías nacionales e internacionales” (Idem).

Krippner (2005) define la financiarización como:

“... patrón de acumulación donde la obtención de ganancias se realiza a través de los canales financieros en lugar del comercio y la producción de bienes” (Krippner 2005: 174).

Adicionalmente, Girón y Chapoy (2009) proponen:

“...proceso mediante el cual la rentabilidad del capital financiero, a través de la innovación financiera, sobrepasa las operaciones del sistema monetario internacional” (Girón y Chapoy, 2009: 46).

Al considerar las definiciones, Toporowski (2012), menciona que:

“... el error en el uso del término “financiarización” radica en su incapacidad para distinguir entre cambios “endógenos”, debido a algún cambio exógeno en elementos más fundamentales de la economía” (Toporowski 2012: 3).

Más adelante, el autor señala:

“Lo que se necesita es un análisis adecuado de cómo las finanzas y el capitalismo moderno funcionan, identificando los factores endógenos y las variables clave que determinantes del sistema, en lugar de la vinculación especulativa de incidentes en cómo se hacen los negocios hoy en día” (Toporowski 2012: 10).

Haciendo una síntesis y a lo largo de esta investigación, se debe entender la financiarización como: la reorientación de la inversión y el ahorro de las empresas hacia los mercados financieros con la intención de obtener ganancias por medio de diferencia en precios, intereses y/o dividendos en el corto plazo

1.2 Antecedentes

Dickens (2005) señala que este proceso comenzó en agosto de 1971, cuando Estados Unidos dejó de vender una onza de oro a cambio de \$35 USD. Con esto se dio por terminado el sistema de tipos de cambio fijos vigentes desde el final de la Segunda Guerra Mundial y comenzó la era de tipos de cambio flexible y libre movilidad internacional de capitales.

El sistema de tipos de cambio fijos de la posguerra expiró, debido a que, como lo señala Triffin (1960), desde finales de la década de 1950 la mayoría de las

operaciones de comercio internacional se realizaban en dólares estadounidenses, y los Estados Unidos debían proveer dicha moneda al operar con déficits en la balanza de pagos. Para agosto de 1971 había más dólares estadounidenses en el sistema internacional que oro por el cual cambiarlos.

Este hecho tuvo como resultado el surgimiento del mercado de eurodólares: el mercado de depósitos en dólares en bancos fuera de la regulación de la Reserva Federal estadounidense

Hacia finales de 1966, los bancos estadounidenses como estrategia de negocios, se propusieron aumentar la tasa de interés local. En respuesta, el gobierno de los Estados Unidos impuso restricciones para acceder a fondos de la Reserva Federal, argumentando que el incremento del interés traería consigo presiones inflacionarias. La banca optó por endeudarse en el mercado de los eurodólares, pagando así una tasa menor para obtener recursos y destinarlos al crédito en el mercado estadounidense.

Este hecho, agravó aún más la balanza de pagos estadounidense, creando preocupaciones en el banco central alemán, fuente principal de los eurodólares prestados a la banca estadounidense. Alemania mostraba superávit comercial persistente con Estados Unidos, lo cual generó un aumento de reservas de dólares los cuáles se ofrecían en el mercado de eurodólares. Los bancos estadounidenses adquirían estos eurodólares y financiaban a las empresas locales que importaban bienes de Alemania, resultando así un sistema de reciclaje de dólares.

Como resultado de este ciclo, Dickens (2005) señala que el sistema bancario estadounidense aumentó su tasa de interés activa y generó la presión inflacionaria que se buscaba evitar. Para impedir el contagio a la economía alemana, en 1969 el

Bundesbank persuadió a la Reserva Federal de imponer reservas en los préstamos de eurodólares.

Dickens argumenta que este hecho fue el antecedente directo del fin de los acuerdos de Bretton Woods: una revaluación parcial del marco alemán en 1969, y la liberalización de su tipo de cambio en mayo de 1971, que provocaron la devaluación del dólar en agosto de ese año y el subsecuente rompimiento del patrón oro sostenido desde el fin de la Segunda Guerra Mundial.

El autor concluye que el paso de un sistema monetario basado en el Estado a uno basado en los mercados ha generado un sesgo deflacionario en el sistema monetario internacional. Mientras que los países superavitarios tienen poca presión para reinvertir los fondos que acumulan, los países deficitarios están bajo presión constante para atraer inversiones a través de la reducción de salarios y precios.

Finalmente, los acuerdos de Basilea de 1988 y 2004 propiciaron en el sector bancario:

“...tanto la innovación financiera como los nuevos productos financieros”
(Girón y Chapoy, 2009: 46).

Estos acuerdos señalan que, específicamente, Basilea II establece que los bancos no están sujetos a ningún límite en cuanto a las operaciones extrabursátiles con productos derivados. Con esto, se legitimó el proceso de financiarización de la banca.

1.3 Las finanzas determinan el rumbo económico

Algunos autores, principalmente en la heterodoxia y en la izquierda, perciben a la globalización y la financiarización como interrelacionados, pero diferentes entre sí. Duménil y Lévy (2005) establecen:

“... aunque el regreso de las finanzas¹ a la hegemonía² tiene una íntima relación con la financiarización del capital y la globalización de los mercados... son las finanzas quienes dictan sus formas y contenidos en la nueva etapa de internacionalización” (Duménil y Lévy, 2005.: 17).

Los autores exponen que las finanzas se han beneficiado de las crisis financieras que han sucedido desde finales de la década de 1970 y han perjudicado a la mayoría de la población. La posibilidad de crear compañías tenedoras de activos y la legislación antimonopolista (Como la Ley Sherman de 1890) propiciaron que se hicieran del control de los medios de producción al adquirir los activos de capital devaluados.

Durante la crisis estructural a principio de la década de 1970, generada por la caída de la tasa de utilidades en la mayoría de las naciones capitalistas, las finanzas utilizaron su influencia para hacer un reajuste de las políticas económicas. A partir de 1979 la política monetaria dejó de tener como objetivo el pleno empleo y se enfocó a la estabilidad de precios.

El paso del keynesianismo al neoliberalismo se dio con esta nueva política monetaria junto con la desregulación de los mercados e instituciones financieras, la confrontación directa y merma de la influencia de los sindicatos y los cambios legales que permitieron fusiones de grandes empresas³ beneficiando los intereses de los accionistas y capitalistas financieros (Duménil y Lévy, 2004).

Según evidencias que se presentarán más adelante, este modelo ha generado una nueva asignación del capital. Considerando el análisis de Marx (1894) cuando las

¹ Para fines de este estudio, se tomará la definición proporcionada por Duménil y Lévy, basados en Hilferding (1910), para el término finanzas: el grupo de capitalistas e instituciones financieras (como bancos de inversión, comerciales, fondos de pensión, aseguradoras y sociedades de inversión) que no están directamente relacionados con los medios de producción. Esto es, solamente proporcionan la liquidez o capital dinerario necesario para la adquisición de los bienes de capital.

² Los autores mencionan que puede atribuírsele a las finanzas la crisis de 1929 cuando el liberalismo económico era el paradigma económico. Dicha hegemonía se vio mermada con la introducción del Keynesianismo en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial. La intervención del Estado en la economía representó una invasión a los intereses de los financieros cuando se limitó el movimiento de capitales mundiales y se regularon las tasas de interés (Duménil y Lévy, 2001).

³ Para objetos de esta tesis, se considerarán a este tipo de empresas como las que tienen ingresos en el rango de 100 a 3,000 millones de pesos al año.

utilidades obtenidas por las instituciones financieras comenzaron a aumentar y a disminuir gradualmente las ganancias en las actividades productivas (sectores primario, secundario y terciario sin contar servicios financieros) el capital emigró hacia las actividades financieras, dando lugar a la financiarización.

1.3.1 Ganancias de las empresas

Para el estudio del papel de las finanzas en la evolución del capitalismo, consideramos las bases teóricas de Keynes (1936), Kalecki (1990), y Pasinetti (1981) y para explicar el comportamiento de las empresas y sus ganancias en el contexto de la liberalización financiera global las aportaciones de Epstein y Jaydev (2005), Lazonick & O'Sullivan (2000), Lapavitsas (2009a), Wray (2009), y Stockhammer (2004).

Pasinetti (1981) determina que el ingreso se redistribuye hacia la clase rentista si la tasa de interés real es mayor que la productividad del trabajo.

Desde la ya mencionada debacle de las políticas keynesianas en la década de 1970, el surgimiento del monetarismo y la globalización facilitaron el resurgimiento de las finanzas y su influencia en las políticas económicas para obtener mayores utilidades como lo señalan Epstein y Jaydev (2005).

Sin embargo, hacen hincapié en que las implicaciones en la distribución del ingreso no son del todo claras, específicamente, en qué proporción ha aumentado la riqueza de las finanzas a costa de las empresas no financieras por las políticas ortodoxas y la financiarización.

Para ello, en el mencionado trabajo, los autores se enfocaron a los beneficios obtenidos por las finanzas en los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) a través de la financiarización, siendo este el proceso

activo por medio del cual obtienen sus ganancias. Basándose en Kalecki, definen las utilidades de los rentistas como el ingreso obtenido por los dueños de las empresas del sistema financiero (ESF), más el retorno a los tenedores de activos financieros.

Para efectos de su análisis, los autores comparan las participaciones de las utilidades en las empresas no financieras (ENF) en el ingreso y la de los rentistas en países representativos de la OCDE. Para el caso de países como el Reino Unido o los Estados Unidos, estas relaciones mostraron un comportamiento creciente a lo largo del periodo analizado (década de 1960- década de 1990) como se muestra en el cuadro 1.1

País	ENF	Rentista	ENF	Rentista	ENF	Rentista	ENF	Rentista
	(1960's)	(1960's)	(1970's)	(1970's)	(1980's)	(1980's)	(1990's)	(1990's)
México	NA	NA	NA	NA	NA	NA	18.88	32.77
EEUU	9.12	16.93	8.59	24.02	9.83	37.45	8.57	35.24
Reino Unido	12.81	6.78	10.42	11.48	13.06	18.76	13.95	24.5
Japón	9.64	11.32	7.37	13.34	8.58	15.46	7.49	13.04

Fuente: Epstein, Gerard. *Financialization and the World Economy* (2005), pp 51-52

Los autores determinan que hay por lo menos cuatro factores que contribuyeron a que se presentaran las tendencias indicadas:

- 1) El viraje de una política monetaria más restrictiva hacia finales de 1979.
- 2) La liberalización financiera.
- 3) La austeridad fiscal.
- 4) La redistribución del poder político y económico hacia la clase rentista.

El cuarto factor se basa en un estudio citado por los autores (Jaydev 2003) que muestra que la liberalización se ha asociado con un decrecimiento en la participación del ingreso del trabajo.

El resultado de Epstein y Jaydev (2005.) indica que tanto en términos nominales como reales, la financiarización ha beneficiado a los dueños de los activos financieros. Asimismo, las ganancias de las finanzas han aumentado a medida que crece la tasa de interés, propiciada por la liberalización financiera y la apertura económica.

Esto es concordante con Pasinetti (1981), discutido anteriormente, quien determina que el ingreso se redistribuye hacia la clase rentista si la tasa de interés real es mayor que la productividad del trabajo.

Lo anterior cobra relevancia al contemplar el trabajo de Lazonick y O'Sullivan (2000) donde se muestra que la adopción del valor del accionista como modelo de gobernanza de las empresas estadounidenses, ha propiciado que se hagan recortes de personal (con sus efectos en el empleo) y que las utilidades se entreguen a los accionistas, en lugar de la retenerlas y reinvertirlas en las actividades de la compañía.

Lapavitsas (2009a) señala que la desregulación de los mercados de trabajo, con el desplazamiento consiguiente de las relaciones de poder en detrimento de la mano de obra organizada, ha sido una constante de la financiarización.

Esta desregulación del mercado de trabajo:

“...incluye una menor protección del empleo y el uso del desempleo y de las reservas de la mano de obra inmigrante como un mecanismo disciplinario... La flexibilidad en el empleo, la invasión del tiempo privado por el trabajo, el trabajo no remunerado y un trabajo más intensivo han caracterizado este periodo” (Lapavitsas, 2009a.: 107).

El autor argumenta que los salarios reales prácticamente se han estancado en todos los países capitalistas desarrollados. Estos cambios en los procesos de trabajo y en el marco institucional y legal del mercado de trabajo, junto con el estancamiento de los

salarios reales, ha contribuido a una recuperación parcial de la rentabilidad de las corporaciones⁴.

Finalmente, Wray (2009) expone que las empresas, encargadas de ser el motor de la economía dadas las restricciones fiscales de los Estados Unidos, lo hicieron a través de un gasto cada vez mayor financiado por deuda dado que el ingreso creció lentamente, en lugar hacerlo a partir de la reinversión de utilidades como ya se expuso con anterioridad.

1.4 Financiarización y la economía real

La financiarización ha mostrado efectos directos sobre la economía real. Crotty (2005) argumenta que la desregulación financiera ha tenido un fuerte impacto negativo sobre el crecimiento de la demanda agregada. A su vez, esto generó presiones de competitividad en empresas claves lo que las llevó a utilidades inadecuadas, exceso crónico de capacidad productiva, apalancamiento excesivo y cambios en la estrategia corporativa que exacerbaban la deficiencia de demanda original, formándose un círculo vicioso de contracción del producto.

Adicionalmente, identifica seis constreñimientos en la demanda global que tienen sus raíces en las estructuras y prácticas de los postulados neoclásicos de libre mercado:

- 1) Lento crecimiento del empleo, salarios reales y consumo masivo.
- 2) Tasas de interés reales elevadas, y aumento acelerado de la carga de la deuda de los hogares y empresas que inicialmente aumentan el crecimiento de la demanda pero eventualmente la restringen.
- 3) Política fiscal restrictiva a partir de la década de 1980.
- 4) Una evolución más lenta de inversión interna bruta a nivel mundial.

⁴ Entiéndase como sinónimo de empresa grande según la definición de la nota 3.

- 5) La expansión de los programas de austeridad del Fondo Monetario Internacional y de ajustes estructurales del Banco Mundial en todo el planeta.
- 6) El debilitamiento del crecimiento de los modelos de desarrollo tardío del este asiático que provocaron la crisis financiera de 1997.

Durante la aplicación de las políticas keynesianas (1950 – 1970), las industrias presentaron lo que Schumpeter (1976) llamó “competencia de respeto mutuo”, donde las empresas evitaban prácticas como guerras de precios y de inversión de capital que mermaran las utilidades y condujeran a exceso de capacidad productiva a niveles de industria como un todo. Esto generaba que se aseguraran ingresos oligopólicos y estos se usaran para pagar los altos niveles salariales de la época.

Crotty (1993) señala que con la llegada de las políticas desregulatorias, las empresas se vieron forzadas a cambiar sus estrategias comerciales a lo opuesto de lo mencionado anteriormente: guerras de precios y sobre capitalización a costa de los salarios de los trabajadores.

Adicionalmente, Crotty (2000) señala que las empresas claves de la economía global: armadoras de automóviles, aviones, computadoras, semiconductores, electrónica, acero, astilleros y maquinaria de construcción, poseen grandes cantidades de capital invertidos en su maquinaria de ensamblado, haciendo que tengan poca capacidad de liquidación, y que la salida del mercado sea onerosa.

Minsky (1986) y sus aportaciones a la inestabilidad financiera demuestran que el creciente nivel de apalancamiento de las empresas llevará a una situación de crisis crediticia que puede llevar a un periodo recesivo en la economía.

A medida que la desregulación propició una competencia más intensa, las corporaciones requirieron aumentar el nivel de endeudamiento, con el fin de aumentar su capacidad instalada, comprar o fusionarse con sus rivales o hacer frente a sus

obligaciones salariales, las cuales comenzaron a reducirse para mantener la rentabilidad de los accionistas.

Crotty (2005) argumenta que los pagos de las corporaciones estadounidenses a los mercados financieros han aumentado más del doble de acuerdo a la comparación de sus flujos de efectivo de 1960 a 1970 y 1980 a 1990. A medida que ha ocurrido esto, se ha incrementado la presión para liquidar deudas, y las empresas se han visto forzadas a aumentar el valor de sus acciones.

La demanda de los mercados financieros por un ingreso mayor y un crecimiento más acelerado de los precios de las acciones ocurren a la vez que se estanca el crecimiento económico y se incrementa la competencia del mercado de bienes, haciendo cada vez más difícil la obtención de utilidades. Esto es llamado la paradoja neoliberal (Crotty, 2005). Ante estas condiciones, las corporaciones han tomado tres estrategias, ninguna de las cuales es benéfica para el público en general:

- 1) Recorte de salarios y prestaciones.
- 2) Fraudes contables para aumentar las utilidades aparentes.
- 3) Ingreso a los mercados financieros para aumentar sus ganancias.

En un tenor similar, Parenteau (2005) ha señalado que un aspecto importante de la financiarización de la economía de los Estados Unidos ha sido la aparición, persistencia y colapso de burbujas especulativas en los precios accionarios desde fines de la década de 1990 las cuales han desestabilizado la economía.

El autor menciona que dado que estas burbujas no surgen constantemente (son una tendencia latente), es importante identificar los cambios en los comportamientos de los individuos y prácticas institucionales que amplificaron y prolongaron dichas burbujas.

Basándose en esto, menciona:

“... una burbuja accionaria puede influenciar las preferencias de portafolio y decisiones de gasto del sector privado que amplificarán lo que Minsky llamó la fragilidad financiera de una economía” (Parenteau, 2005: 111).

De otra manera, una apreciación acelerada de los activos crea la posibilidad de una reorientación del sector privado hacia el gasto. Cuando el gasto excede el ingreso, se acumula la deuda para financiarlo. Con esto, el apalancamiento de las empresas aumenta haciendo que los nuevos créditos contratados tenderán a tener un interés mayor, haciendo que la economía en su conjunto muestre una mayor vulnerabilidad a incrementos a la tasa de interés o mostrará crecimiento lento en el ingreso, debido a que las entradas de efectivo son utilizadas para los pagos de servicio de la deuda (Minsky, 1986).

Parenteau (2005), señala que dada la incertidumbre de los participantes de los mercados financieros acerca del valor en el futuro de los activos, en lugar de diseñar modelos o ecuaciones más precisas acerca del desempeño del precio de las acciones, los inversionistas y especuladores toman en cuenta el comportamiento pasado de los valores y construyen así sus portafolios de manera similar a la formación de las expectativas adaptativas neoclásicas.

Así, los inversionistas más sofisticados intentarán lograr consenso acerca de los movimientos de los títulos e incitarán a otros a seguir sus posiciones en el mercado, generando el comportamiento de manada señalado por Keynes.

De manera específica, Parenteau identifica a tres tipos de inversionistas en la economía de Estados Unidos: inversionistas individuales, fondos de cobertura e inversionistas corporativos. Cada uno muestra diferentes características y comportamiento en las burbujas especulativas.

Los inversionistas individuales pueden recurrir al crédito (de cualquier índole) durante una burbuja para financiar la compra de sus acciones. Adicionalmente, utilizan las

tecnologías de la información como internet y sitios web de información financiera para la toma de decisiones. Sin embargo, se debe considerar que estos medios son usados de forma no racional y basan sus decisiones de inversión en rumores o comentarios hechos por terceros, extrapolarando las tendencias de los títulos.

Inclusive las Sociedades de Inversión, que cuentan con especialistas en mercados financieros y analistas para sus decisiones de inversión, son presionadas a ofrecer el mayor rendimiento posible a sus clientes para evitar el retiro de sus capitales, pero se pueden ver tentadas a seguir las tendencias en los títulos, justo como lo hace el inversionista individual.

En el caso de los Fondos de Cobertura, de manera similar a las Sociedades de Inversión, al contar con profesionistas que pueden evaluar el desempeño de las empresas y valorar correctamente las acciones, adoptan la estrategia de seguir la tendencia del mercado y se retiran de él una vez que la apreciación llega a su fin. Esto es contrario al enfoque neoclásico, el cual establece que los inversionistas profesionales actuarán de manera racional ante las tendencias de especulación y la corregirán con sus decisiones de inversión.

Las corporaciones estadounidenses han comenzado a invertir con recursos propios en los mercados financieros a fin de mejorar el rendimiento de sus propias acciones. Estos han surgido basándose en la Ley de Seguridad del Ingreso de la Jubilación Laboral de 1974 en Estados Unidos la cual tiene la finalidad de reducir prácticas abusivas en el manejo de las pensiones de los trabajadores estadounidenses. Con esto, las firmas contrataban asesores y consultores para mejorar el rendimiento del fondo de pensiones de cada compañía.

Al paso del tiempo los análisis de los encargados del manejo de las pensiones privatizadas comenzaron a basarse en los estudios de las casas de bolsa y

consultores financieros para el manejo de los fondos institucionales, generando una mayor dinámica en el comportamiento de manada que aprecia el valor de los activos y conduciendo a su vez a un nivel mayor especulación.

Considerando los tres tipos de inversionistas que propician y participan dentro de las burbujas especulativas, Parenteau identificó los canales de transmisión de estas sobre la economía real de los Estados Unidos a finales de la década de 1990:

1. Alienta el gasto deficitario de las empresas, al ser un acelerador de la propensión de estas a invertir.
2. Deprime la propensión de las familias a ahorrar.
3. Apreciación del dólar debido al aumento en el gasto de empresas y familias profundizando el déficit en la balanza comercial.

Acerca de la euforia y optimismo generalizado por las burbujas especulativas, Galbraith menciona que:

“En resumen: el episodio de euforia es protegido y sostenido por la voluntad de aquellos involucrados con el fin de justificar las circunstancias que los enriquecen. Y también es protegido por el deseo de ignorar, alienar o condenar aquellos que expresan dudas” (Galbraith, 1990: 9).

Este aspecto de las burbujas produce ofuscaciones en los niveles de ganancias y la corrupción de capacidad de procesamiento de la información de los mercados. Esta situación se agrava cuando los gestores de la información financiera de las empresas la distorsionan a través del uso de instrumentos derivados sin riesgo de ser castigados penalmente (Parenteau, 2005).

Adicionalmente, el autor muestra que las empresas estadounidenses cambiaron sus contabilidades, para mostrar ingresos y utilidades inexistentes con el fin de mejorar el desempeño de las acciones, al proyectar o mostrar mejores utilidades que las obtenidas en los ejercicios reales.

Parenteau en sus conclusiones hace hincapié en la influencia de los mercados financieros en la economía estadounidense, al grado de que los financieros y especuladores han contado con la complicidad aparente de los hacedores de políticas para generar la riqueza financiera de la década de 1990.

Dada la caída profunda en los márgenes de utilidad de las empresas, en el retorno sobre capital y la utilización de la capacidad instalada como resultado del gasto deficitario privado, la inversión tenderá a mantenerse en niveles bajos. Lo anterior obedece a que el stock de capital adquirido durante las burbujas accionarias debe depreciarse antes de que las expectativas de utilidades mejoren nuevamente.

Considerando la ecuación de Kalecki (1954) de las ganancias brutas⁵, el nivel de inversión actual limita el crecimiento del PNB estadounidense ya sea a un incremento del gasto público deficitario, o a una reorientación de las economías extranjeras para reducir el déficit comercial estadounidense.

1.4.1 El sistema monetario internacional

D'Arista (2005) argumenta que el dólar estadounidense ha mantenido su papel como reserva de valor y de transacción en el sistema financiero internacional desde las últimas dos décadas. El porcentaje de reservas internacionales de dicha moneda, el alto nivel de deuda tanto a prestamistas nacionales como fuera de los Estados Unidos, la cantidad de dólares en posesión e intercambiados fuera de Estados Unidos y el impacto de los cambios en las tasas de interés de la Reserva Federal de manera conjunta al valor del dólar en el desarrollo económico mundial son algunas de las manifestaciones de la influencia sobre el sistema monetario internacional que son bastión de la hegemonía de los Estados Unidos.

⁵ Ganancias Brutas = Inversión Bruta + Consumo de Capitalistas

Como se ha expuesto anteriormente, a raíz del rompimiento de los acuerdos de Bretton-Woods, surgió:

“... un nuevo sistema monetario internacional privatizado” (D’Arista, 2005: 221).

La autora menciona que los bancos centrales de otras naciones ya no realizaban transferencias de oro para equilibrar déficits o superávits en la balanza de pagos. Mientras que estos continuaron el intercambio de las monedas locales por divisas, la Reserva Federal renunció a su papel en los pagos internacionales a los bancos multinacionales. Estas acciones representaban la influencia de la corriente de pensamiento que establecía que deberían ser los mercados y no los Estados, los que determinarían el valor y el medio de pago internacional.

La privatización, según D’Arista, se dio por este hecho. Siendo la Reserva Federal una agencia pública dependiente del congreso estadounidense, y teniendo la función de emitir pagos a gobiernos extranjeros en oro, al quedar cancelado el patrón oro, parecía oportuno reasignar la responsabilidad a los bancos privados para liquidar los pagos internacionales y derogar los controles de capital existentes para facilitar dicho cambio.

Esto abrió la posibilidad de la creación de un sistema monetario de patrón fiduciario en el sistema de pagos tanto de Estados Unidos como en la comunidad internacional. La autora menciona que las reservas internacionales comenzaron a formarse tanto en dólares como en oro. Von Fusterberg (2000) determina que esto se mantuvo hasta 1973, cuando el congreso norteamericano derogó el requerimiento de que el 40% de las reservas bancarias estuvieran respaldadas en oro.

Con esto, el nuevo sistema monetario evolucionó de tal manera que comenzó a extraer una inmensa y creciente cantidad de riqueza proveniente de los mercados emergentes y las economías en vías de desarrollo, y de las naciones industrializadas que eligieron mantener niveles altos de reservas para mantener el valor de sus

monedas. Debido a que el componente de las reservas que mostró un crecimiento más dinámico fue el de los títulos de deuda, estas se convirtieron en una acumulación de instrumentos de deuda en dólares y otras divisas cuya función financiera era la de expandir el crédito en los mercados de los países desarrollados, no en los países tenedores de estos.

Este sistema ha tenido consecuencias importantes en la economía global. Es la razón primordial del paradigma de crecimiento basado en exportaciones, el cual ha elevado el objetivo de tener superávits comerciales a ser prioridad de todos los países menos uno. Las naciones adquieren los dólares que no pueden emitir en los mercados internacionales, a través de la exportación o del préstamo, con el fin de liquidar las transacciones de comercio internacional. Si un país se endeuda, deberá aumentar el volumen de sus exportaciones netas para poder hacer frente al servicio de la deuda adquirida (D'Arista, 2005).

También ha sido crítico el proceso de financiarización de la economía mundial. El carácter de generador de crédito de las reservas internacionales ha contribuido al crecimiento del crédito por encima del PIB y de comercio en la mayoría de las naciones industrializadas y emergentes. Esta expansión del crédito es, como lo determinan Minsky (1986) y el estudio de Wray (2009) basado en los trabajos de Minsky, fuente de creciente inestabilidad financiera.

Inclusive el Banco de Pagos Internacionales en su reporte anual de 2001 menciona:

“...la expansión del crédito es un ingrediente esencial en la formación de desequilibrios financieros concomitante [a] cualquier acumulación excesiva o asignación ineficiente del capital real” (BIS, 2001: 139).

D'Arista (2005) señala que este sistema parece conferir ciertas ventajas a los países que emiten sus monedas utilizadas en las transacciones internacionales, debido a que aumentan el ahorro nacional, los inlfujos extranjeros aumentan la disponibilidad del

crédito y permiten que los habitantes ahorren menos. Adicionalmente, la entrada de capitales extranjeros provocará una disminución de la tasa de interés, permitiendo consecuentemente que el capital nacional se invierta en el extranjero.

Diversos autores han cuestionado fuertemente la sustentabilidad del Sistema Monetario Internacional. Las fallas del sistema se hacen evidentes ante la alta movilidad de capitales, sobreendeudamiento, inflación de los activos y movimientos especulativos que aumentan la tasa de interés y causan recesiones. (Triffin, 1992; Blecker, 1999; D'Arista, 1999, 2001; Godley, 2000; y Godley e Izurieta, 2001).

La alternativa propuesta por LeBaron y McCulloch (2000), la paridad fija al dólar, provocaría que las divisas no sean atractivas para la especulación. Otra alternativa contemplada por la teoría económica convencional es la dolarización de las economías. La consecuencia de esto sería que el banco central perdería su capacidad de conducir la política monetaria y su función como prestamista de última instancia.

Aunque se ha argumentado que con la liberalización de la cuenta de capitales algunos países han perdido su capacidad de determinar la tasa de interés y de tipo de cambio (Bogetic, 2000).

D'Arista (2005) establece que una nación que no puede emitir su propia moneda no podrá asegurar un incremento sostenido de la cantidad de dinero y del nivel de crédito necesario para la expansión de la economía. La expansión monetaria dependerá de su capacidad de exportar o de atraer inversiones en dólares. Considerando la incertidumbre de que esto suceda en la cantidad requerida para que su crecimiento sea igual o mejor que antes de la adopción de la moneda extranjera.

Los proponentes de la dolarización como Bogetic (2000) conceden que la liquidez estará condicionada a los ciclos económicos de los Estados Unidos, y a pesar de que

haya ventajas en cuanto al control inflacionario y la disponibilidad de crédito a largo plazo:

“... [cualquier] respuesta no adecuada reducirá, en lugar de aumentar la estabilidad financiera. Más aún, la naturaleza unilateral del vínculo entre los dos países hará que la nación ‘cliente’ sea sujeta a choques exógenos que socavarán la estabilidad y crecimiento económico” (D’Arista, 2005: 226).

Finalmente, otra consecuencia previsible de la dolarización de un país será el efecto negativo en el sistema financiero de dicho país. Eichengreen (1999) argumenta que el sistema bancario de una economía dolarizada deberá internacionalizarse para suplir la ausencia de un prestamista de última instancia. Pero si se considera que el futuro de los bancos extranjeros no está sujeto al desempeño económico de la nación cliente, el crédito podría viciarse.

Sin un banco central que tenga la autoridad monetaria y poder regulatorio sobre la banca, D’Arista (2005) señala que sería poco probable que el crédito se asignara eficientemente y tendería a concentrarse en el sector exportador, pero duda de que exista suficiente crédito para financiar el crecimiento basado en la demanda y el nivel salarial bajo que necesitaría mantenerse para mantener las exportaciones competitivas, el cual también suprimiría la demanda.

Como consecuencia, la cantidad de ingreso disponible para el consumo de bienes nacionales podría ser inadecuada para permitir que las pequeñas empresas, y sectores de servicios y vivienda se expandan para crear nuevos empleos. Si estas presiones en la demanda no pueden ser paliadas por las políticas fiscal y monetaria, se aumentaría la desigualdad en el ingreso y aumentaría la pobreza.

La última alternativa propuesta por la teoría económica convencional, la formación de bloques de moneda común, podría ser benéfica para algunos países, en el sentido de que el comercio entre miembros del bloque se fortalecería. Adicionalmente, podría

incentivar a los miembros a presentar cambios en sus políticas que promuevan el crecimiento basado en la demanda y enfocarse en disminución de la pobreza y el mejoramiento de la distribución del ingreso.

Sin embargo, D'Arista admite que la formación de los bloques, tales como la zona euro, podría ser víctima de movimientos de arbitraje por el diferencial en las tasa de interés con Estados Unidos, reduciendo al comercio internacional a un papel secundario comparado con el volumen de transacciones financieras internacionales que caracteriza a la financiarización.

Con esto se concluye que el sistema monetario internacional está basado en la creación de pasivos y demanda agregada por los Estados Unidos como "importador de última instancia". D'Arista (2005) advierte que este sistema se encuentra cerca de caducar, siendo las razones principales de esto es que debe seguir manteniendo grandes niveles de deuda internacional que eventualmente socavará la confianza en el dólar estadounidense.

1.4.2 Resumen de efectos en la economía

Epstein (2005) identifica de manera puntual los efectos macro y microeconómicos relacionados con la financiarización:

1. Flujos financieros especulativos que generan hojas de balance endeudadas, tanto de las empresas como de naciones.
2. Dada la naturaleza incierta y destructiva de las burbujas financieras, las empresas tienden a mantener perspectivas cortoplacistas.
3. Aumento de volatilidad de precios de activos, incluyendo el tipo de cambio.
4. Asignación ineficiente de recursos.
5. Crecimiento económico inestable.
6. Exacerbación de la inestabilidad financiera descrita por Minsky.

1.5 Estudios Descriptivos

A continuación, es pertinente hacer mención de un estudio poskeynesiano que se enfoca a describir tanto teórica como empíricamente el comportamiento de las empresas en el contexto del proceso objeto de estudio. Adicionalmente, se contemplaran otros que ofrecen propuestas de medición para la financiarización.

Cabe recordar que los indicadores presentados solamente demuestran o sugieren la existencia de la financiarización y describen su relación con otras variables de la economía, mas no constituyen una medida que muestre la reorientación de la inversión y el ahorro de las empresas hacia los mercados financieros.

1.5.1 La inversión con financiarización (Stockhammer 2004)

Stockhammer (2004) demuestra los efectos negativos de la financiarización en la acumulación de capital. Al considerar que tanto las teorías keynesianas como marxistas del crecimiento se basan en la inversión, a pesar de la aparición de la llamada nueva economía basada en la información, esta sigue siendo necesaria.

“Más aún, la acumulación sigue siendo determinante en estudios de comparación de crecimiento, y la desaceleración de la acumulación se identifica como una de las razones que causan el crecimiento desempleo Europeo”, (Stockhammer, 2004: 720).

El autor argumenta que la financiarización, a través de los cambios en las prioridades de la administración de empresas, afecta la tasa de crecimiento deseada, basándose en la teoría post-keynesiana de la empresa, diferenciando entre trabajadores, administradores y rentistas (accionistas).

Además, señala que en el modelo administrativo predominante en la posguerra era de relativa autonomía gerencial donde se mostraba una preferencia por el crecimiento sobre las utilidades, pero dada la “revolución de los accionistas”, la administración se enfocó a las utilidades sobre el crecimiento, en concordancia con lo expuesto por Lazonick y O’Sullivan (2000).

A fin de entender completamente los efectos de la financiarización en las compañías, Stockhammer menciona que es necesario establecer los ingresos de tres clases: el trabajador, el capitalista y el rentista. Los primeros reciben un salario, los segundos perciben los remanentes de la operación de las empresas y los últimos, intereses, dividendos y rentas. Cabe mencionar que la diferencia entre capitalista y rentista es necesaria solamente en el contexto de su participación en la producción, aunque estos realmente puedan considerarse de una sola clase. Los administradores, por otro lado son una mezcla de ambas clases puesto que reciben un salario e ingresos rentistas.

La teoría post-keynesiana de la empresa difiere de la neoclásica en que no solamente tienen por objeto la maximización de las ganancias, sino que considera otros factores: el crecimiento de la compañía, la expansión de su participación del mercado, ejercicio de influencia sobre sus trabajadores y proveedores, entre otras. Es la búsqueda del crecimiento el objetivo central de la administración capitalista, de la cual surge el análisis del capitalismo gerencial.

“La teoría distingue principalmente entre la gerencia y los propietarios, mientras que los últimos solamente tienen interés en los dividendos y el precio de las acciones, los primeros están más enfocados en adquirir poder y prestigio...diversas leyes y la asimetría de la información de lo que sucede en la empresa y cómo administrarla, le otorgan a la gerencia la predominancia de control. Como consecuencia, el objetivo de crecimiento predomina al consumo de las utilidades”, (Stockhammer, 2004: 724).

Basándose en esto, se obtienen las siguientes funciones de Utilidad:

$$U_G = U(g) \quad (1.1)$$

$$U_D = U(r) \quad (1.2)$$

Donde U_G es la utilidad de los gerentes, U_D la de los dueños, g el crecimiento de la empresa, y r las ganancias de estas. Al analizar los niveles elegidos por la gerencia entre ganancias y crecimiento, se deben considerar las restricciones: la restricción de financiamiento y la disyuntiva entre crecimiento y utilidades.

Para el caso de restricción de financiamiento, basándose en el principio de riesgo creciente, las empresas se verán renuentes a niveles de apalancamiento elevados. Los bancos, por otro lado, considerarán las utilidades corrientes como una aproximación de su credibilidad y solamente le prestarán a empresas que obtienen

ganancias. Asumiendo que los créditos otorgados son múltiplos de las utilidades anteriores, la restricción de financiamiento se expresa como:

$$g_{FC} \leq g(r), g' > 0 \quad (1.3)$$

El nivel posible de inversión es una función de las utilidades, así, su financiamiento interno se encuentra limitado por las utilidades retenidas y de manera externa por una función positiva de las ganancias. Esta restricción solamente implica la cantidad de inversión posible, más no el nivel de inversión que efectuará.

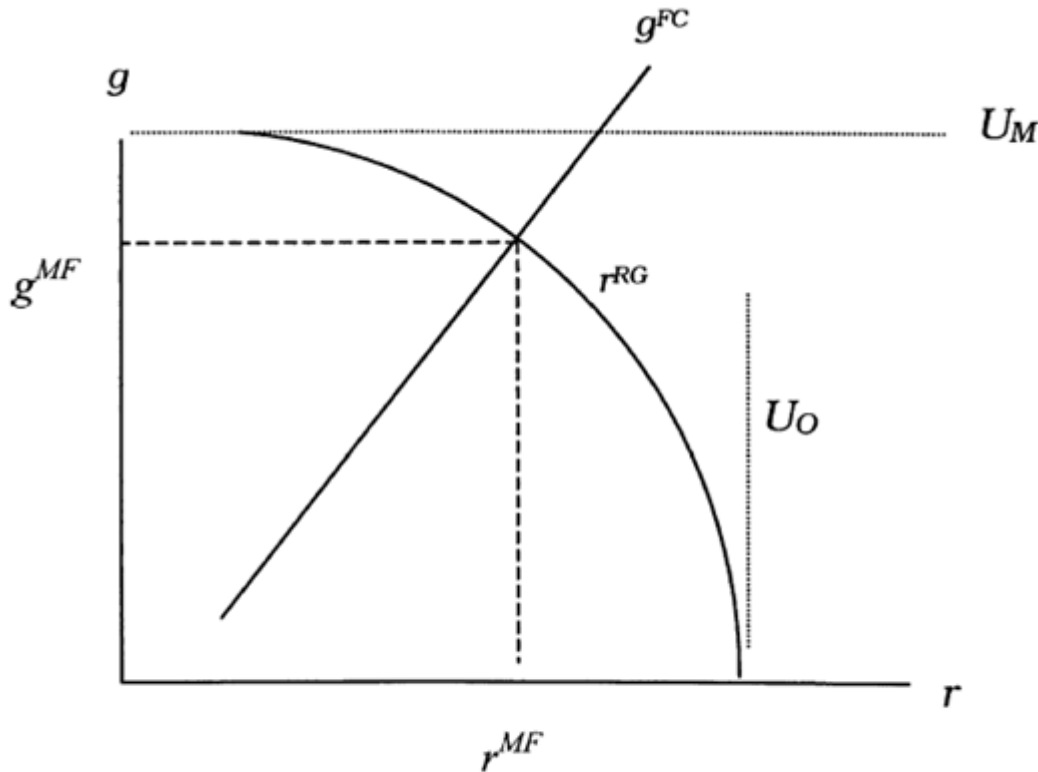
La disyuntiva entre crecimiento y utilidades, la restricción se expresa:

$$r_{RG} = r(g), r' < 0 \quad (1.4)$$

Las utilidades son una función de la inversión y se considera que estas son inversas.

En la siguiente gráfica se muestra una curva de indiferencia de U_M horizontal, la de U_O vertical. Si se toman en cuenta g_{FC} y r_{RG} , el nivel de crecimiento deseado por la gerencia no es alcanzable, por lo tanto, la restricción de financiamiento es limitante, siendo los niveles reales de crecimiento y utilidades elegidos denotados como g^{MF} y r^{MF} , respectivamente:

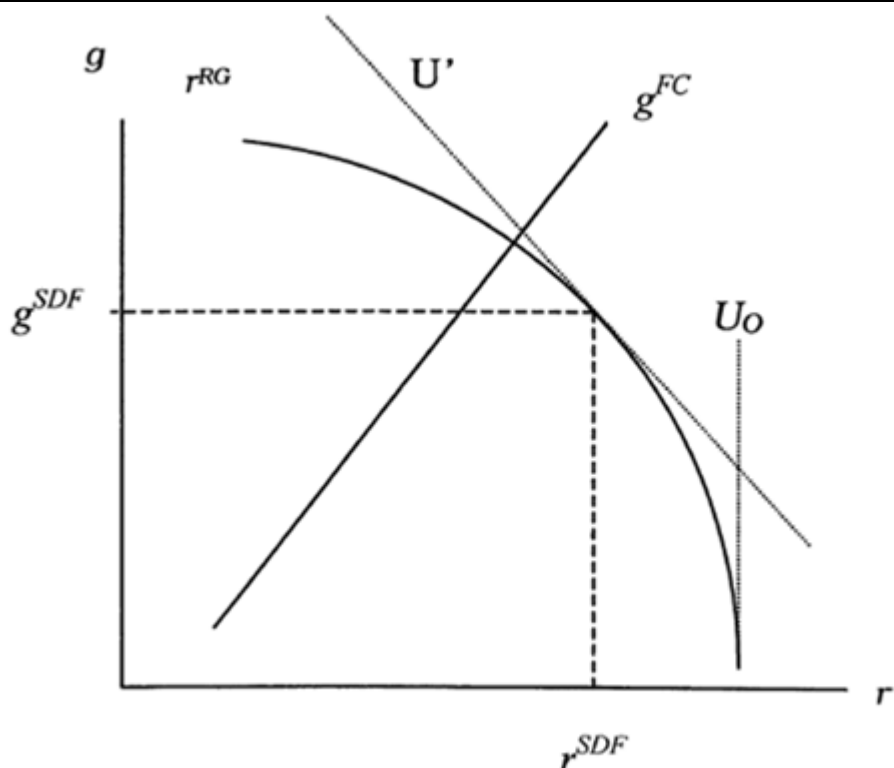
Gráfica 1.1
 Preferencias y restricciones en la teoría postkeynesiana de la empresa



Fuente: Stockhammer, Engelbert, "Financialization and the slowdown of accumulation", Cambridge Journal of Economics, 28, 2004, p. 8

Al considerarse los efectos de la financiarización en las empresas, el incremento en el poder de los accionistas, considerando estudios como el de Lazonick y O'Sullivan (2000), la gerencia de las empresas representa una clase mixta y sus intereses son sensibles a los cambios institucionales, tales como variaciones en la estructura de remuneraciones y la posibilidad de adquisiciones hostiles que los dejen sin empleo. Esto hará que sus preferencias se ajusten a las de los accionistas. Su función de utilidad (U') rotará sobre la frontera crecimiento-utilidades (véase gráfica 2.2).

Gráfica 1.2
 Preferencias y restricciones en las empresas dominadas por accionistas



Fuente: Stockhammer, Engelbert. "Financialization and the slowdown of accumulation", Cambridge Journal of Economics, 28, 2004. p. 10

La nueva combinación de crecimiento-utilidades elegido en la empresa dominada por accionistas mostrará mayores niveles de rentabilidad y crecimiento menor, (r^{SDF} y g^{SDF}) respectivamente. En el caso extremo de una perfecta asimilación entre dueños y gerentes, su curva de indiferencia será U_0 eligiendo el punto de maximización de ganancias. Se puede apreciar que g_{FC} ya no es limitante, las empresas pueden crecer dado su fácil acceso al crédito, mas no lo hacen porque disminuye su rentabilidad. En ausencia de esta expansión, el producto puede contraerse. Esto puede agravarse

dado el nivel elevado de la tasa de interés concomitante a la financiarización, la elección de rentabilidad incluye contemplar las ganancias financieras posibles.

Basándose en lo anterior, Stockhammer propone una función de inversión reformulando la de Marglin y Bhaduri (1990), al agregar una variable de enfoque neoclásico (el costo relativo de capital). Contempla tres variables de control, y una proxy de financiarización, expresándose como:

$$ACCU = f(CAPUT, PS, CC; RSNF) \quad (1.5)$$

Donde *ACCU* es acumulación, *CAPUT* capacidad utilizada, *PS* participación en las utilidades, *CC* el costo relativo de capital y *RSNF* los ingresos “rentistas” de las empresas no financieras.

Los signos esperados son:

$$CAPUT' > 0, PS' > 0, CC' < 0, RSNF' < 0$$

El autor menciona que “los keynesianos argumentan la importancia de efectos de la demanda y las utilidades —como una fuente de financiamiento interno y proxy de expectativas de ganancias— mientras que los economistas neoclásicos enfatizan el rol del costo relativo de capital y aceptan el rol de producción” (Stockhammer 2004: 11).

En su estudio, se utilizó para las variables de la función: *ACCU*: la tasa de crecimiento de la formación bruta de capital fijo; *PS*: la participación de la empresa en las utilidades brutas del sector; *CAPUT*: la productividad del capital sin tendencia; *CC*: es el resultado del producto de la tasa de interés de corto plazo y el índice de precios de bienes de

capital dividido por los salarios por trabajador; y *RSNF*: la suma de ingresos por dividendos e intereses dividido entre el valor agregado de estos.

Es esta función (y la comprobación necesaria para su validez en México), uno de los componentes teóricos de *gFinn*. Sin embargo, el análisis anterior se realizó para el nivel agregado de las empresas solamente, y no con una muestra específica. En un estudio que se tratará posteriormente (Orhangazi, 2007) se retomará bajo la perspectiva de los fundamentales de las empresas.

1.5.2 Ingreso de portafolio y las utilidades de las ENF (Krippner 2005)

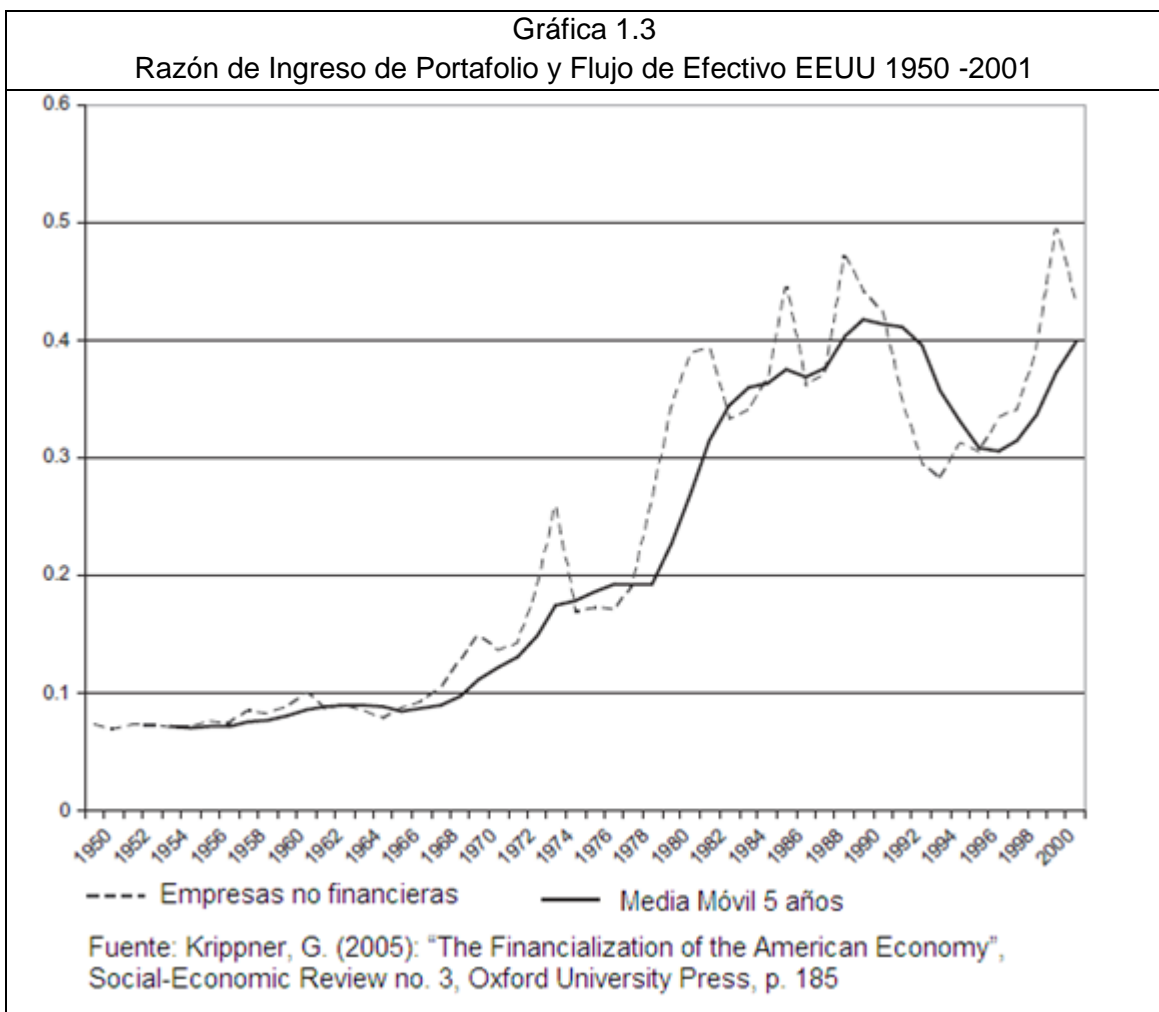
Krippner (2005) presenta evidencia empírica de la financiarización de la economía estadounidense posterior a la década de 1970. Adicionalmente, intenta explicar las repercusiones de esta reorientación de la economía hacia las finanzas.

Recordando el primer apartado, Krippner define la financiarización como el patrón de acumulación en donde la obtención de ganancias se realiza a través de los canales financieros en lugar del comercio y la producción de bienes, y su propuesta de medición se centra no en un solo índice, coeficiente o valor, sino en dos: la razón de los ingresos de las corporaciones por instrumentos y títulos financieros con respecto a sus actividades productivas (ingreso de portafolio), y la importancia relativa que tiene para la economía estadounidense las utilidades financieras comparado con las utilidades no financieras.

Para el caso de la primera forma de medición, la autora considera la razón de los ingresos de portafolio (intereses, dividendos y ganancias de capital) comparado con el flujo de efectivo (calculado de utilidades netas más la depreciación amortizada de los bienes de capital). En el análisis gráfico, incluye una media móvil de cinco años de la

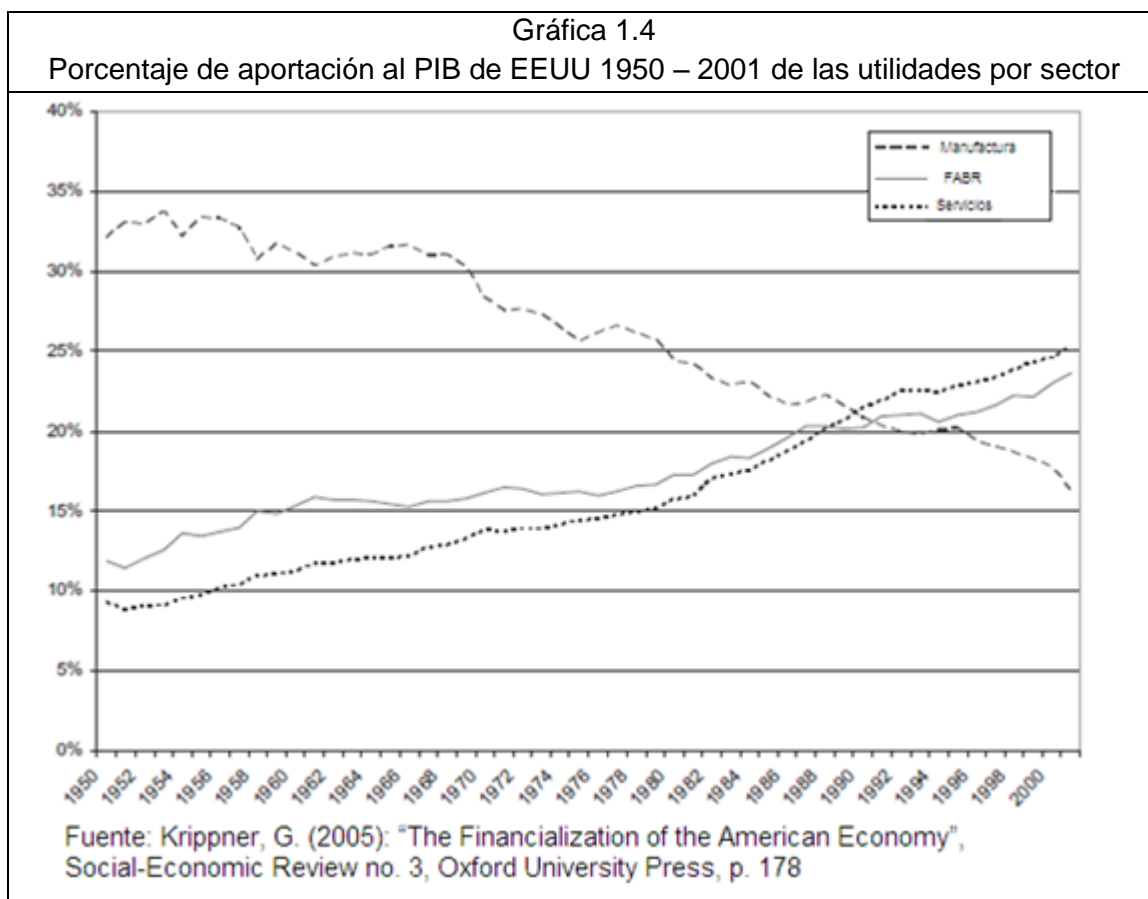
razón. Cuando las líneas se cruzan, Krippner considera que se presenta un cambio de tendencia cuando estas líneas se cruzan.

A continuación se reproduce la gráfica que presenta la autora para mostrar el desempeño de las razón propuesta entre 1950 y 2001 en los Estados Unidos. El desempeño de las líneas es concordante con las etapas históricas descritas al principio de este capítulo y las crisis financieras de 1982 y 1994, las cuales tuvieron un efecto directo sobre el desempeño de las empresas.



La segunda forma de medición, la aportación al PIB estadounidense las utilidades financieras comparado con las utilidades no financieras, tiene el objetivo de mostrar el incremento de las ganancias del sector financiero.

Dada la importancia creciente de los mercados financieros en el contexto de la financiarización, se puede apreciar en la gráfica 2.4 que a partir de 1970, la aportación al PIB estadounidense de las utilidades de las FABR muestra una tendencia creciente y hacia 1990, es mayor que las de las empresas manufactureras. Adicionalmente, los servicios no financieros también han aumentado su contribución al producto.



Estas dos propuestas de medición son válidas para describir generalmente el grado de financiarización de la economía estadounidense. Sin embargo, debe considerarse que este análisis se hace en el contexto de una investigación sociológica, y que no

considera las relaciones de los elementos de su análisis con otras variables económicas, tales como el tipo de cambio, la tasa de interés, ni los componentes de la demanda agregada como la inversión o el consumo.

Las variables que aporta este estudio para considerarse en el objetivo de esta tesis son, sin ningún orden en particular: los ingresos de portafolio de las empresas como representación de RNSF y la aportación de sus utilidades al PIB ($\frac{\Pi_{ENF}}{PIB}$).

Considerando que los primeros son elementos de la función de acumulación, expuesta anteriormente, y las segundas se incorporan a esta como componentes de gFinn.

1.5.3 La tasa de financiarización (Husson 2008)

Husson (2008), presenta un análisis marxista de la financiarización. Así como el estudio de Krippner se realizó con base a la economía estadounidense, este hace lo propio conjuntamente con la economía europea. Este se basa en que los salarios han disminuido su participación en la generación del producto desde la década de 1980.

El trabajo muestra que esta contracción salarial no es una fluctuación coyuntural de las economías, sino una característica estructural de estas. Describe que, a partir de la crisis estructural de mediados de los años 1970, el salario comienza a bajar hasta mediados de 1980, para luego establecerse en niveles históricos mínimos.

Al analizar el comportamiento de los salarios, encontró que en el periodo de análisis (de 1960 a 2005), solamente Estados Unidos y el Reino Unido han mantenido niveles salariales constantes, contraria a la tendencia que encontró en Francia, el resto de la Unión Europea, y países en vías de desarrollo como México y Tailandia. Este análisis se resume en el siguiente cuadro:

Cuadro 1.2 Salarios en Francia y Europa					
País/Periodo	Años 1960	1982	2005	Diferencia 2005-1982	Diferencia 2005 - años 1960
Francia ⁽¹⁾	69,5	74,2	65,5	- 8,7	- 4,0
Francia	62,4	66,5	57,2	- 9,3	- 4,1
Europa	63,2	66,3	58,1	- 8,2	- 5,1
G7	66,0	67,5	61,5	- 6,0	- 4,5
China		53,6	41,4	- 12,2	
México	41,9	47,6	30,2	- 17,4	-11,7
Tailandia		74,4	62,6	- 11,8	
⁽¹⁾ Empresas no financieras					
Fuente: Husson, Michel. La hausse tendancielle du taux d'exploitation (2008), P. 3					

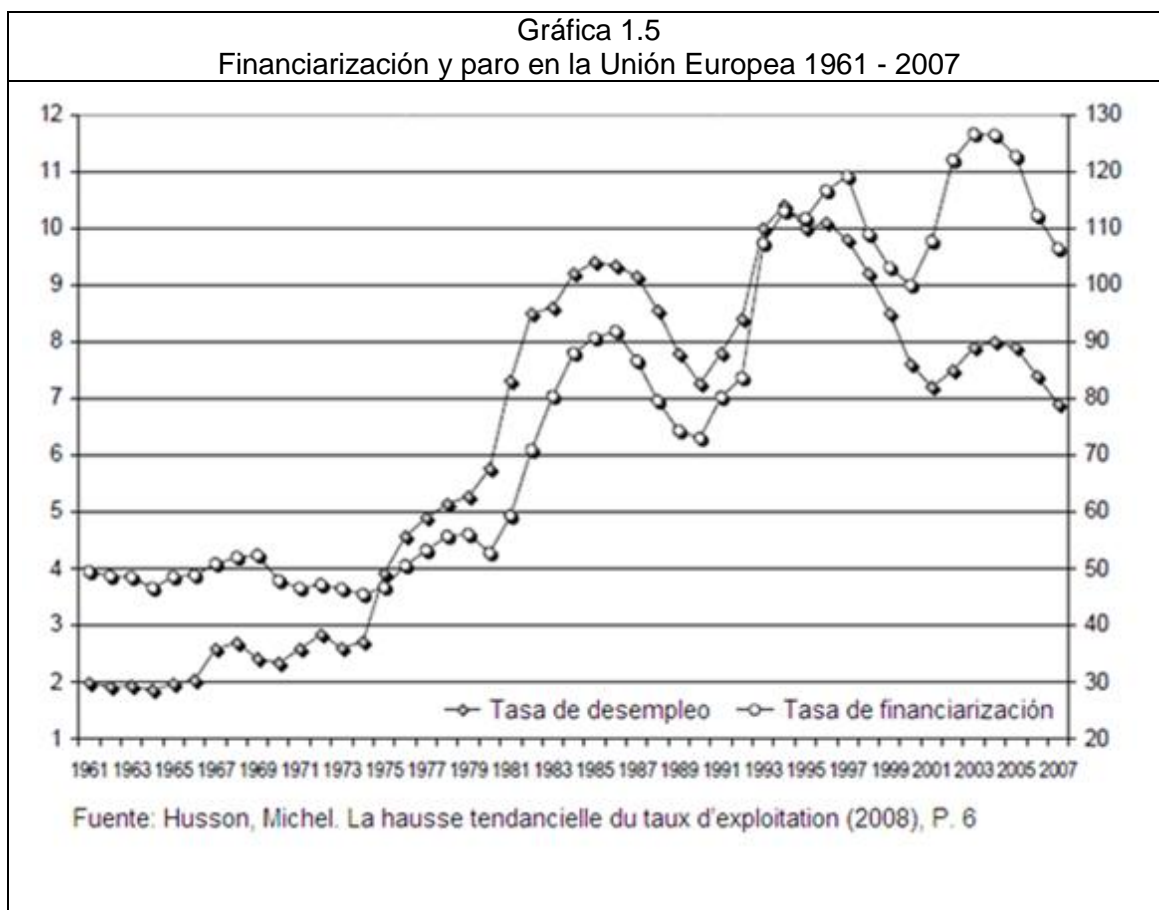
Enfocándose al caso de Estados Unidos, Husson explica esto argumentando que la productividad (relacionada con el salario) ha sido captada por un grupo muy reducido de beneficiarios con salarios muy altos: los directivos de empresas multinacionales. Sus ingresos son equiparables a ganancias a pesar de que mantienen naturaleza formal de un salario. Inclusive tienden a obtener ganancias de capital debido al rendimiento de las acciones y otros títulos de renta variable incluidas en las prestaciones de las compañías para las que trabajan.

Cabe mencionar que el autor señala que estos casos no pueden ser considerados como casos marginales. La aportación de este nivel salarial (el 1% mejor pagado en los Estados Unidos), al PIB crece del 4 al 8.8% entre 1980 y 2005. La aportación aumenta al 5.3% si se considera al 5% mejor pagado. Una vez descontados esos salarios tan altos, el resto de las remuneraciones en la economía estadounidense tienen un comportamiento similar al de la unión europea.

Considerando esta tendencia bajista de los salarios (que es un indicador de la productividad de la mano de obra), las empresas (y el capital) han presentado un restablecimiento de la tasa de ganancia media a partir de la década de 1980, pero la tasa de acumulación se ha mantenido en niveles menores a la del periodo descrito.

Con base en esto, deduce que a pesar de que los salarios han disminuido, las firmas tampoco invierten más. Estas ganancias no invertidas se han distribuido a través de las utilidades financieras, intereses, dividendos y recompras de acciones.

La gráfica que presenta en su trabajo (gráfica 1.5), muestra la relación entre la tasa de financiarización (tFINN) y el desempleo en la Unión Europea. Según puede observarse, el crecimiento de ambas variables tiene un patrón casi simétrico. La explicación de esto se debe a que el capital financiero se apropia de las ganancias de la productividad en detrimento de los salarios y por ende aumenta el nivel de paro.



En una nota acerca de tFINN:

“mide la parte de la ganancia no invertida en % del PIB, como la diferencia entre la tasa de margen de las empresas⁶ y la tasa de inversión⁷.” (Husson, 2008: 6).

Sin embargo, el propio autor admite que:

⁶ Definido como : Utilidades Netas / PIB

⁷ Considerado como: Formación Bruta de Capital Fijo / PIB

“La correlación observada entre paro y financiarización no puede sin embargo legitimar la lectura ‘financiarista’ del capitalismo contemporáneo. Ciertamente, las relaciones entre capital industrial y capital financiero se han modificado profundamente...no se puede separar una tendencia autónoma a la financiarización y el funcionamiento normal del “buen” capitalismo industrial. Esto equivaldría a disociar artificialmente el papel de las finanzas y el de la lucha de clases para el reparto del valor añadido.” (Husson, 2008: 7).

Basado en este estudio, se utilizará la tFINN como un indicador para contemplar el desempleo causado por la financiarización en gFinn.

1.5.4 Indicadores en relación al sector financiero (Crotty y Epstein 2008)

En el trabajo de Crotty y Epstein (2008), los autores se preguntan si en el contexto de desregulación financiera y rescates, estos últimos son concomitantes necesarios en el capitalismo financiero. Cuestionan su efectividad y contemplan la posibilidad de que estos vayan perdiéndola en el largo plazo. Además, se preguntan si estos conducirán a una mayor inestabilidad financiera formándose un círculo vicioso de crisis-rescate.

Considerando que realizan su estudio a un objeto ajeno a esta tesis, presentan algunos indicadores que se usarán para componer el gFinn, y contextualizan las aportaciones de Minsky que también serán contempladas en la construcción de este.

Teniendo como referencia la teoría de la inestabilidad financiera, enfatizan las propuestas de Minsky para limitar los impactos destructivos de esta; no solo son necesarios grandes déficits públicos y acciones de prestamista de última instancia por parte del banco central, sino que debe haber esfuerzos para limitar la expansión de los activos financieros.

“En ningún lugar es más evidente la evolución, cambio, y el espíritu empresarial Schumpeteriano que en la banca y finanzas y en ningún lado es más claro el factor motriz del cambio que la búsqueda de ganancia” (Minsky 1993: 106).

A partir de lo anterior, Crotty y Epstein (2008) hacen notar que:

“Minsky notó dos deficiencias en el marco regulatorio de la posguerra. Primero, las instituciones financieras tienen un incentivo poderoso para evadir las regulaciones a través de la innovación, que al paso del tiempo hará obsoleta la regulación existente... Segundo, hay un serio riesgo moral en las actividades del prestamista de última instancia. Si las instituciones financieras creen que el gobierno siempre los rescatará, entonces tienen un fuerte incentivo para tomar riesgos excesivos en los auges, generando crisis futuras mayores” (Crotty y Espstein, 2008: 6).

Los indicadores propuestos son similares a los de Krippner (2005); el crecimiento de las utilidades del sector financiero como porcentaje del PIB (Π_{Fin}/PIB), el valor agregado de las utilidades del sector financiero como porcentaje de las empresas no financieras, (Π_{Fin}/Π_{ENF}) y los activos financieros como porcentaje del PIB (Act_{Fin}/PIB).

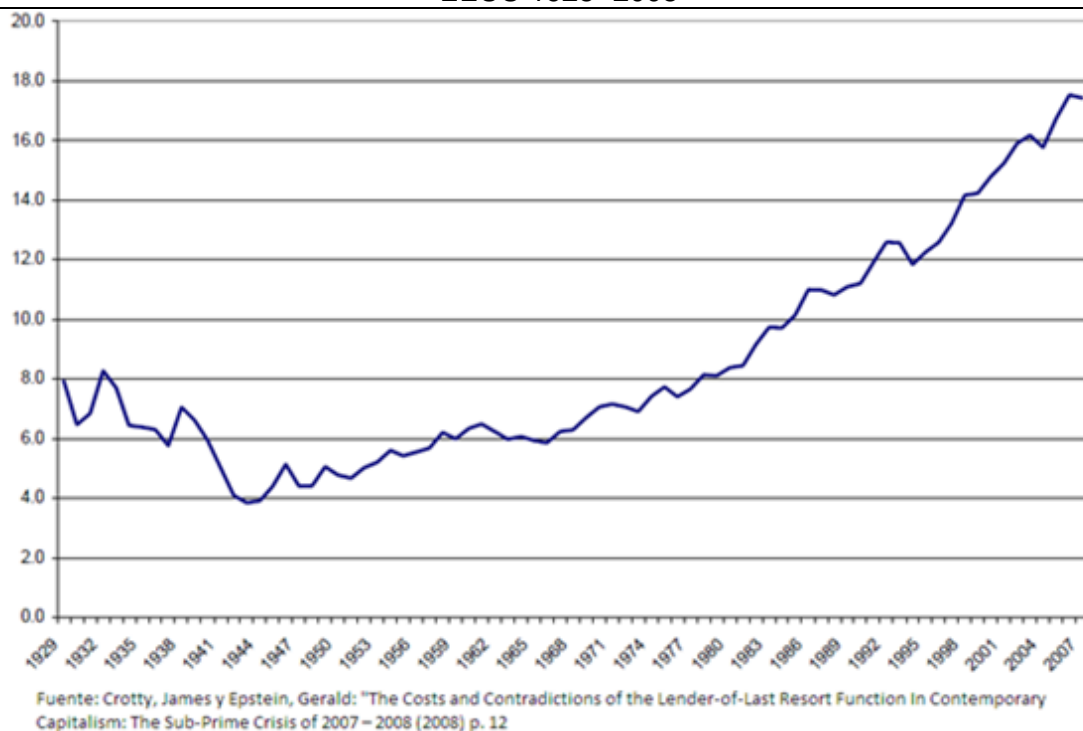
En la gráfica 1.6, se reproduce el análisis que hacen los autores de el valor de (Π_{Fin}/PIB) para los Estados Unidos.

Gráfica 1.6:
Utilidades del sector financiero como porcentaje del PIB de EEUU 1948 -2007

Los beneficios muestran caídas en las fechas de las crisis financieras globales como 1994, 1997, 2008, y de la crisis del Nasdaq 2002. Además puede observarse que durante la vigencia y ejecución de Bretton Woods, las utilidades de las finanzas mantuvieron una tendencia relativamente constantes desde la posguerra hasta finales de la década de 1960, que coincide con la aparición de los eurodólares, la guerra de Vietnam y el fin del patrón oro a nivel mundial, elementos que ya se han analizado como antecedentes directos de la financiarización.

En la gráfica 1.7 se encuentra la representación de la evolución de (Π_{Fin}/Π_{ENF}), demostrando la explosión de actividades financieras con respecto a las de producción y otros servicios desde 1982 en Estados Unidos.

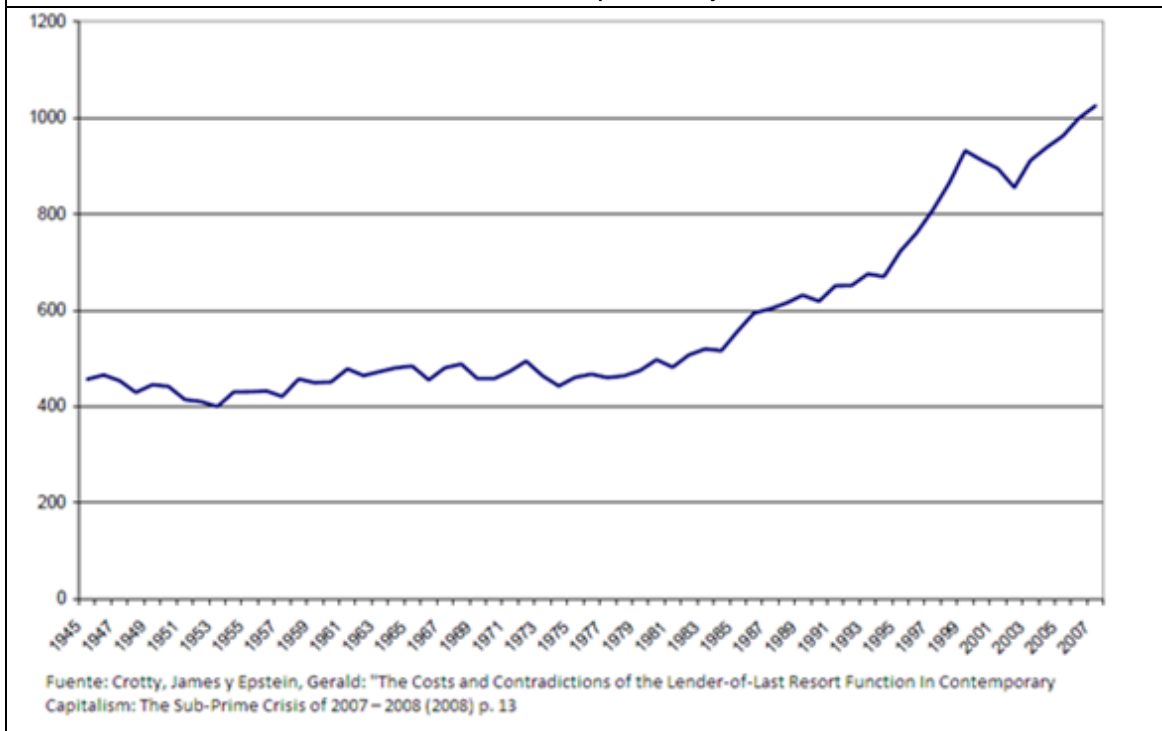
Gráfica 1.7
 Valor Agregado de las utilidades del sector financiero como porcentaje de las ENF
 EEUU 1928- 2008



Si se considera el supuesto de que los mercados financieros son eficientes y el proceso de securitización (Minsky, 1987): los bancos aún mantienen su función de prestamistas e intermediarios, pero pueden titulizar la deuda y colocarla en el mercado de capitales que se supone que es el sistema más eficiente de evaluación correcta de precios (con respecto al riesgo). Con esto, se depura la hoja de balance de los bancos y pueden prestar su capital nuevamente a intereses más bajos. Con esto, los bancos se vuelven libres de riesgo y son los mercados los que distribuyen el riesgo entre los inversionistas. (Crotty y Epstein, 2008.). Este es el motivo de la expansión de las utilidades del sector financiero si se comparan con las de las empresas no financieras.

Por otro lado, el crecimiento de (ACT_{Fin}/PIB) de EEUU se describe en la gráfica 1.8:

Gráfica 1.8
Activos financieros totales como porcentaje del PIB 1945 - 2008



Se puede observar que el valor de los activos financieros comienza a crecer constantemente. Este aumento acelerado de su precio responde a la innovación financiera: nuevos mecanismos de crédito, la securitización de este y el surgimiento de los títulos financieros derivados (Crotty y Epstein, 2008).

Resumiendo, los tres indicadores, (Π_{Fin}/PIB) , (Π_{Fin}/Π_{ENF}) y (ACT_{Fin}/PIB) describen diferentes aspectos de la financiarización de las empresas y corporaciones. Se tomarán dentro de la muestra de estudio de esta tesis, dos empresas controladoras de grupos financieros considerando que en el mercado de valores mexicano se contemplan a este tipo de corporaciones como entidades con giro diferente al sector financiero

1.5.5 Análisis de los fundamentales de las empresas (Orhangazi 2007)

Orhangazi comienza su estudio definiendo a la financiarización como el conjunto de cambios que se han dado presentado en la relación entre las ENF y los mercados financieros, al notar que la mayoría de la literatura sobre la financiarización tiene implicaciones macroeconómicas pero también las hay de manera análoga en las empresas (Orhangazi, 2007).

Admite que hay evidencia estadística fuerte que sugiere la relación entre el sector corporativo (entendido como las empresas no sujetas a limitaciones fronterizas) en los Estados Unidos, dado que se ha presentado una tendencia en las últimas dos décadas de inversión en activos financieros y subsidiarias financieras la cuales han otorgado un ingreso creciente. Asimismo,

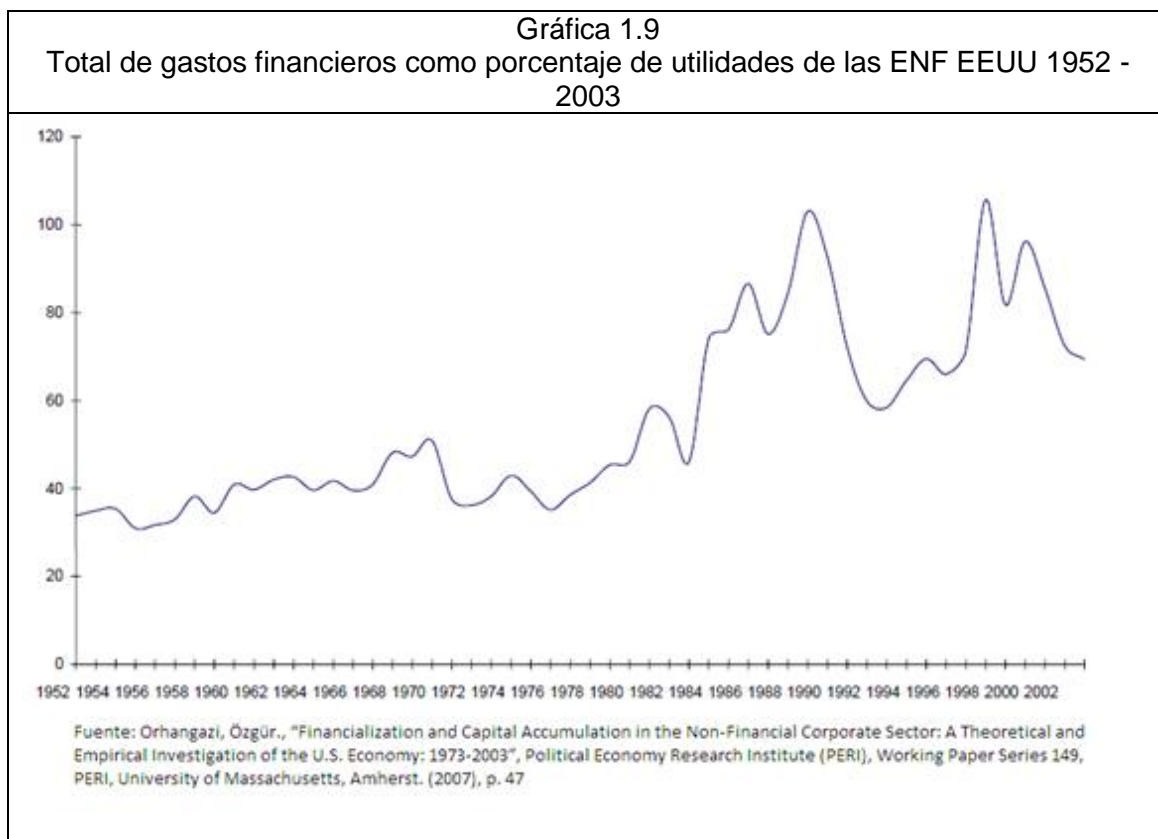
“... la constate presión que ejercen los mercados en las ENF, parcialmente debido a los cambios en los cuerpos administrativos de las empresas, resultado de las adquisiciones hostiles durante 1980, y la consecuente llamada revolución del tenedor de acciones de los 1990's” (Orhangazi, 2007: 3).

Explora los efectos de la financiarización sobre las decisiones de inversión de las empresas a través de dos canales identificados. El primero de ellos es determinado por el supuesto de que el incremento de la inversión financiera a costa de la real es dado por los incentivos que tienen los administradores para reasignar las ganancias.

Segundo, el incremento de los pagos a los mercados financieros (gastos financieros), al disminuir los fondos disponibles, tiene efectos adversos sobre la inversión real, acortando el horizonte de planeación para la administración y por consiguiente aumentando la incertidumbre del desempeño económico de la empresa.

La contribución de este trabajo radica en que su análisis se realiza con una base de datos de empresas. Al estudiar la financiarización a este nivel, es posible identificar sus efectos y alcances en compañías de diferente tamaño, y distintos sectores.

Con base en que sus pruebas econométricas muestran que la financiarización tiene efectos negativos en la inversión de las empresas, considerando que las ENF hacen gastos financieros cada vez mayores⁸ (gráfica 1.9).



Con base a esto propone una función de inversión muy similar a la de Stockhammer (2004), la cual se representa de la siguiente manera:

$$I/K = f(\Pi/K, VTS/K, P_{LP}/K, GTOS_{FIN}/K, \Pi_{FIN}/K) \quad (2.1)$$

Donde I es Inversión, K, Capital, Π las Utilidades, VTS las ventas, P_{LP} la deuda a largo plazo, $GTOS_{FIN}$ los pagos realizados a los mercados financieros y, Π_{FIN} las utilidades obtenidas por instrumentos y títulos financieros.

⁸ También encuentra un incremento en la inversión en activos financieros y un aumento del ingreso obtenido de estos, lo cual concuerda con lo ya expuesto en el apartado 2.2.4.

Se espera que los signos de los componentes sean:

$$(I/K)_{\Pi/K} > 0, (I/K)_{VTS/K} > 0, (I/K)_{PLP/K} \cong 0, (I/K)_{GTOS_{FIN}/K} < 0, (I/K)_{\Pi_{FIN}/K} < 0$$

La inversión se encuentra relacionada positivamente con las expectativas de un buen desempeño de la empresa (utilidades y ventas esperadas) y negativamente con las dos variables de financiarización identificadas por Orhangazi: los gastos e ingresos financieros. Para el caso de la deuda, esta puede tener ambas relaciones, dado que dependerá de la percepción que tenga la administración del nivel de apalancamiento.

Algunas consideraciones acerca de las variables que afectan negativamente a la Inversión se presentan a continuación:

Gastos financieros

Como ya se ha expuesto, la correlación de esta variable, es inversa a la inversión, pero el autor menciona que este no es el único resultado posible. Al presentar constancia en la liquidación de los pagos financieros, esto puede aumentar la credibilidad de las empresas y ser señal de la rentabilidad y solvencia que se ajusta a la preferencia por liquidez de los accionistas. Esto puede, paradójicamente, aumentar el acceso al crédito en un futuro y un mejoramiento de las condiciones crediticias.

Un incremento de gastos financieros indica que la empresa debe ser muy cuidadosa con su liquidez en el corto plazo, ya que la morosidad puede representar complicaciones como pérdida de autonomía, posibilidades de adquisiciones hostiles y la caída en el precio de las acciones. Por ende, el incremento en el corto plazo de la razón de gastos financieros, inhibe los proyectos de inversión que otorgan ingresos en el largo plazo y que en el transcurso de este lapso, requieren financiamiento.

Utilidades financieras

De acuerdo al autor, su propuesta de relación inversa entre utilidades financieras e inversión es en sentido contrario a la teoría de restricción de financiamiento: cualquier ingreso de la compañía, ya sea por actividades propias o por instrumentos financieros, se sumará a los flujos internos y arrojará una mayor rentabilidad total de la inversión. Si en el futuro estos flujos financieros cayeran por debajo de las utilidades de los activos reales, las compañías podrán utilizar estos flujos para financiar proyectos de inversión. En este caso, los ingresos financieros tienen una relación positiva con la inversión.

Como contra argumento, se ofrecen dos consideraciones:

Primero, generalmente se acepta que las empresas pequeñas tienen una mayor restricción de financiamiento que las grandes. Por lo tanto, el efecto positivo de ingresos financieros en la inversión solamente se hace evidente en las empresas pequeñas, como lo señalan las teorías neo-keynesianas. Esta construcción teórica fue comprobada por el análisis econométrico hecho por el autor.

Segundo, a pesar de que las utilidades financieras se traten contablemente como cualquier otro ingreso, esto no garantiza que sea empleado para financiar la inversión real. Dada la presión de los mercados financieros para que las empresas distribuyan sus ganancias hacia los mercados financieros, estos ingresos pueden tener el mencionado fin o ser reciclados para adquirir nuevos activos.

El apalancamiento

Las razón de apalancamiento: Pasivo / Capital se emplea para explicar que un alto nivel de endeudamiento indican fragilidad financiera en el largo plazo y tiene efectos negativos en el comportamiento de inversión de las empresas.

Como ya se ha dicho con anterioridad, la relación entre la inversión y el nivel de endeudamiento dependerá de las percepciones de la administración de las empresas. Si esta se percibe por encima del nivel seguro, los incrementos en la deuda total tendrán efectos negativos en la inversión. Por el contrario, si el apalancamiento es inferior al nivel considerado como seguro, sus incrementos moverán en el mismo sentido a la inversión al aumentar los fondos disponibles de la compañía.

Este nivel de seguridad dependerá del tamaño de las empresas y las estrategias y percepciones de los administradores, ubicándolo donde satisfaga dichos criterios.

En resumen, el análisis econométrico realizado por el autor comprueba la hipótesis central de su estudio: la financiarización afecta negativamente el comportamiento de la inversión específicamente en las grandes empresas. La variable $GTOS_{FIN}$ tiene coeficientes negativos y estadísticamente significativos para todas las muestras y Π_{FIN} presenta los mismos parámetros y signos para las corporaciones.

Adicionalmente, el autor aporta, al igual que Stockhammer, la base teórica de la hipótesis de la financiarización de las empresas: esta inhibe fuertemente la acumulación de capital. Sin embargo, también en sincronía con Stockhammer, el autor nota que estos hallazgos no se prestan para determinar conclusiones de políticas de manera sencilla.

Esta versión de la función de inversión, dada su construcción al tomarse en cuenta los fundamentales de una muestra de compañías se empleará para determinar el grado de financiarización de las empresas mexicanas.

1.5.6 Otros trabajos relevantes

Adicionalmente a los trabajos presentados anteriormente, los estudios de Milberg (2008) y Mendoza (2010), merecen ser considerados.

Milberg (2008) aborda la relación existente entre la financiarización y la globalización de la producción: al relocalizar la producción, esta tiene implicaciones en costos, precios y salarios. Por otro lado, presiones para la financiarización y el incremento de las utilidades cortoplacistas de los accionistas han propiciado la globalización de la producción. En breve, el estudio demuestra la doble causalidad en la relación financiarización – globalización. Considerando esto, en el presente estudio se analizará una muestra de empresas globalizadas mexicanas.

Finalmente, Mendoza (2010) estudia el comportamiento de las tesorerías de cuatro empresas mexicanas, encontrando que:

“...a través de las adquisiciones y fusiones, impulsaron una estrategia de retorno a las actividades básicas, integrando verticalmente sus procesos productivos en distintos espacios económicos por medio de su negocio base. En una sola operación buscaron internacionalizar su cadena productiva y abastecer su mercado respectivo y/o posicionarse en el mercado interno sin necesidad de destinar necesariamente nuevos recursos a la inversión” (Mendoza, 2010: 29).

El mencionado estudio resulta pertinente puesto que demuestra que la preferencia por la liquidez de las empresas se antepone a la inversión productiva.

1.6 Conclusiones

La financiarización moderna tiene su origen en la aparición de los eurodólares y la competencia desleal de los bancos británicos, quienes provocaron que los acuerdos de Bretton Woods fueran rotos unilateralmente por Estados Unidos, liberando el tipo de cambio de los países y dando pie a las reformas económicas que privilegiaron la desregulación económica.

A partir del fin de Bretton-Woods, la economía mundial tuvo una serie de cambios estructurales que le permitieron reorientarse hacia las finanzas por encima de la producción y comercio, este proceso se conoce como financiarización.

La financiarización ha tenido entre otras consecuencias, el aumento de la frecuencia e intensidad de las crisis económicas y la acentuación de las diferencias inequitativas de distribución de la riqueza y el ingreso.

El ingreso se ha contraído porque las empresas han mostrado una disminución del nivel de inversión productiva dado que gran parte de sus ganancias son pagadas a los accionistas y al servicio de un nivel creciente de deuda. Adicionalmente, el estado ha sido severamente limitado en su control de la economía en concordancia con los postulados neoliberales de la economía de libre mercado.

Paradójicamente, la tasa de interés elevada condujo a que el gobierno de las empresas se enfocara a obtener utilidades mayores para competir con la tasa de interés ofrecida en los mercados financieros. Al paso del tiempo, la liquidez resultante de contracciones mayores en la inversión productiva y en nómina fue reorientada hacia la inversión en activos financieros resultantes de la innovación financiera, propiciando burbujas especulativas en los precios de los activos bursátiles y el tipo de cambio.

Los estudios abordados describen la financiarización en niveles macroeconómicos, y la inversión en agregado de las empresas con base a los fundamentales de estas.

Para el nivel macro, presentan indicadores tales como:

- Tasa de financiarización ($tFINN = \frac{VENTAS\ NETAS}{PIB} - \frac{FBKF}{PIB}$).
- Relación de las utilidades de las ENF ($\frac{\Pi_{ENF}}{PIB}$).
- Proporción de utilidades del sector financiero ($\frac{\Pi_{Fin}}{PIB}$).
- Razón entre las utilidades del sector financiero y las ENF ($\frac{\Pi_{Fin}}{\Pi_{ENF}}$).

- Peso de los activos financieros con respecto al PIB (ACT_{Fin}/PIB).

El agregado de las empresas tendrá una función de inversión ($ACCU$), compuesta por:

- Capacidad utilizada ($CAPUT$).
- Participación de las utilidades en el nivel sectorial (PS).
- Costo relativo de capital (CC).
- Los ingresos rentistas de las empresas no financieras ($RSNF$).

La función de inversión, basada en los fundamentales de las empresas obedece a:

- La rentabilidad de las empresas (ROE) (Π/K).
- Razón de ventas contra el capital (proxy de la capacidad utilizada) ($VTAS/K$).
- Proporción pagos realizados e ingresos recibidos del sistema financiero ($GTOS_{FIN}/K, \Pi_{FIN}/K$).
- Apalancamiento a largo plazo. (P_{LP}/K).

El objeto de los siguientes capítulos es analizar las variables que se emplearán para determinar el grado de financiarización (gFinn) y su construcción a través de un promedio ponderado. Estas son:

1. La función de inversión en contexto de financiarización, definida como:

$$I_{FINN} = f(VTAS, \Pi, PLP, RESFIN).$$

2. Las razones: $(\Pi_{ENF}/PIB, \Pi_{Fin}/PIB, \Pi_{Fin}/\Pi_{ENF}, ACT_{Fin}/PIB)$ dado el impacto del sistema financiero.
3. Para considerar el desempleo: $tFINN$

Bibliografía

- Bank for International Settlements (2001): "Annual Report", BIS, Basilea, Suiza.
- Blecker, R. A. (1999): "The Ticking Time Bomb: Why the US International Financial Position is Not Sustainable", Briefing Paper, Economic Policy Institute, Washington, DC.
- Bogetic, Z. (2000): "Full Dollarization: Fad or Future?" Challenge (March-April).
- Crotty, J. (2005): "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and "Modern" Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era" en Epstein, G.(ed.), "*Financialization and the World Economy*," Cheltenham Edward Elgar.
- _____ (2000): "Slow Growth, Destructive Competition and Low Road Labor Relations: A Keynes-Marx-Schumpeter Analysis of Neoliberal Globalization", Korean Journal of Economic Development, 6 (2).
- _____ (1993): "Rethinking Marxian Investment Theory: Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shifts and Coerced Investment" en Review of Radical Political economics, 25 (1) 1-26
- Crotty y Epstein, G. (2008): "*The Costs and Contradictions of the Lender-of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007 – 2008*", Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.
- D'Arista, J. (2005): "The Role of the International Monetary System in Financialization", en Epstein, G. (ed.), "*Financialization and the World Economy*," Cheltenham Edward Elgar
- _____ (2001): "A Time for Questions and Answers, Financial Markets Center, Philomont, VA.
- _____ (1999): "Reforming the Privatized International Monetary and Financial Architecture", Financial Markets Center, Philomont, VA.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2005): "Costs and Benefits of Neoliberalism: a Class Analysis" en Epstein, G. (ed.), "*Financialization and the World Economy*," Cheltenham Edward Elgar.
- _____ (2004): "Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution", Harvard University Press, Boston, MA.
- _____ (2001): "Periodizing Capitalism: Technology, Institutions and Relations of Production" en R. Albritton et al. (eds.) "*Phases of Capitalist Development: Booms, Crises and Globalization*", Londres, Palgrave Macmillan.
- Eichengreen, B. (1999): "Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda" Institute for International Economics, Washington, DC.

Epstein, G. (2005): "Financialization and the World Economy," Cheltenham, Edward Elgar

_____ y Jayadev, A. (2005): "The Rise of Rentier Incomes in the OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity", en Epstein, G. (ed.), "*Financialization and the World Economy*," Cheltenham Edward Elgar.

Galbraith, J.K. (1990): "A Short History of Financial Euphoria", Whittle Communications L.P., Knoxville.

Girón, A. y Chapoy, A. (2009): "Financiarización y titulación, un momento Minsky", Economía UNAM, Vol. 6, Núm. 16, México.

Godley, W. (2000), "Interim report: Notes on the US Trade and Balance-of-payment Deficits", Strategic Analysis Series, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson.

_____ y Izurieta, A. (2001): "As the Implosion Begins...? Prospects and Policies for the US Economy: A Strategic View", Strategic Analysis Series, The Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson.

Hilferding, R. (1910) [1981]: "Finance Capital: A Study in the Latest Phase of Capitalist Development", Londres, Routledge and Kegan Paul.

Husson, M. (2008): "*La hausse tendancielle du taux d'exploitation*", Inprecor n°534-535, janvier-février 2008

Jaydev, A. (2003): "Capital Account Liberalization and Income Distribution in the Global Economy: An Econometric Investigation", Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst.

Kalecki, M. (1990): "Political Aspects of Full Employment", en Oisantynski, J. (ed.) "*Collected Works of Michal Kalecki, Vol. I.*", Oxford, Oxford University Press.

_____ (1954): "Theory of Economic Dynamics", Allen and Unwin, London.

Keynes, J. M. (1936) [1981]: "La Teoría General de la Ocupación, Interés y el Dinero", Fondo de Cultura Económica, México.

Krippner, G. (2005): "The Financialization of the American Economy", Social-Economic Review no. 3, Oxford University Press, pp. 173-208.

Lapavistas, C. (2009a): "Financialization or the Search for Profits in the Sphere of Circulation", Research on Money and Finance, School of Oriental and African Studies, University of London, May 2009.

Lazonick, W. y O'Sullivan, M. (2000): "Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance", Economy and Society Volume 29 Number 1, February, pp. 13-35.

LeBaron, B. y McCulloch, R. (2000): "Floating, Fixed or Super-Fixed? Dollarization Joins the Menu of Exchange Rate Options" en Restructuring the International Financial System: AEA Papers and Proceedings, 90 (2).

Marx, K. y Engels, F. (1894) [1973]: "El Capital: Crítica de la Economía Política, Vol. III", Fondo de Cultura Económica, México.

Minsky, H. (1993): "Schumpeter and Finance" en Biasco, S., Roncaglia, A. y Salvati, N. (eds.) "*Market Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini*", New York, St. Martin's Press.

_____ (1987): "Securitization", St. Louis, Washington University

_____ (1986): "Stabilizing an Unstable Economy", New Haven, Yale University Press.

Milberg, W. (2008). "Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining U.S. Financialization with Global Value Chains", CEPN/SCEPA conference, University of Paris, Jan 17th – 18th.

Mendoza, A. (2010): "Financiarización y ganancias de corporaciones en México", *OlaFinanciera* No. 5, Enero – Abril 2010, UNAM, México.

Orhangazi, O. (2007), "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003", Political Economy Research Institute (PERI), Working Paper Series 149, PERI, University of Massachusetts, Amherst.

Parenteau, R.W. (2005): "The Late 1990's US Bubble: Financialization in the Extreme", en Epstein, G. (ed.), "*Financialization and the World Economy*," Cheltenham Edward Elgar.

Pasinetti, L. (1981): "The rate of interest and the distribution of income in a pure Labour economy", *Journal of Post Keynesian Economics*, 3, Winter 1980-1981, p.170-182.

Schumpeter, J. (1976): "Capitalism, Socialism and Democracy", 4th Edition, George Allen & Unwin, Londres.

Stockhammer, E. (2004), "Financialization and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719–741.

Triffin, R. (1992): "IMS - International Monetary System - or Scandal?" Working Paper, European University Institute, Florencia.

_____ (1960): "Gold and the Dollar Crisis", Yale University Press, New Haven.

Von Furstenberg, G. (2000): "A Case Against US Dollarization", *Challenge* (July-August).

Wray, L. R. (2009): "The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach" *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 807–828

**Capítulo segundo:
Indicadores del sector financiero y desempleo en
México**

Introducción

Los elementos teóricos de la financiarización pertinentes para este estudio fueron presentados en el capítulo anterior y se abordaron las causas del proceso moderno. No obstante, para poder explicar una condición de la economía mexicana en el presente, el conocimiento de las razones históricas otorgan una perspectiva clara de la tendencia y evolución.

Recordando, se considerarán las utilidades de las empresas no financieras y del sistema financiero mexicano; el valor de los activos en el sistema financiero, principalmente banca comercial y casas de bolsa, la relación de estas con respecto al PIB y entre ellas, y la tasa de financiarización de los ingresos que pueden conducir a desempleo.

El análisis comprende entre 2000 y 2007, periodo en el que se gesta y desata el colapso del sistema financiero global, como lo han señalado autores como Déniz (2011), Duménil, y Levy (2011), Ocampo (2009) y Palazuelos (2011).

Los datos se estudiaron de forma trimestral a precios corrientes del 2003, por convención de las fuentes.

El presente capítulo se enfocará a contextualizar a la financiarización con base en los estudios históricos y sociológicos tratados en el marco teórico, y se tratarán las variables macroeconómicas que constituyen la propuesta de medición de esta tesis. Finalmente, las conclusiones hacen un recuento de estas y un resumen de los antecedentes del proceso.

2.1 Antecedentes en México

En el caso de México, Ávila (2006) señala dos factores que se puede asumir que propiciaron la entrada de México al proceso de financiarización: La ejecución de las reformas estructurales promovidas por el gobierno de Carlos Salinas de Gortari (1988 – 1994), y la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

Entre las reformas estructurales mencionadas sobresalen la liberalización del sistema financiero con la eliminación de regulaciones gubernamentales para que las tasas de interés se establezcan a través de las leyes de la oferta y la demanda (Ávila, *Ibíd.*), la apertura del país a la inversión extranjera directa, la apertura de la cuenta de capital y la liberalización de las fluctuaciones del tipo de cambio, las cuales son parte del Consenso de Washington (Lapavitsas, 2009b).

El objetivo de llevar a cabo estas reformas era establecer un ambiente propicio para la firma del TLCAN, con el cuál:

“... no sólo [se buscaba] aumentar el volumen de comercio con los Estados Unidos y Canadá, sino reinsertar a México en los mercados de capitales...” (Ávila, 2006: 149).

Al respecto, Babb (2005) menciona que la propagación de la financiarización y los teóricos económicos que sustentan y promueven la ideología neoliberal, obtuvieron sus conocimientos en universidades neoclásicas estadounidenses a partir de la crisis de deuda externa de 1982.

Esto obedece a la necesidad de atraer flujos financieros del exterior a través de economistas y funcionarios públicos educados en las “mejores” universidades estadounidenses quienes legitimen las medidas y políticas adoptadas por el gobierno.

Si el país nombra a ministros financieros sumergidos en el pensamiento estadounidense para reorganizar las finanzas internas, los capitalistas de aquél país

se sentirán más cómodos o dispuestos a invertir en el país en cuestión, sin distinguir entre la naturaleza especulativa o productiva de la inversión (Babb, 2005).

Considerando lo anterior y con base a lo expuesto por Krippner (2005) y Lazonick y O'Sullivan (2000), se puede inferir que de manera análoga a los funcionarios públicos, los administradores de las empresas tenderán a estar educados conforme al paradigma de negocios predominante, alentando el esquema de recortar y redistribuir, modelo gerencial adoptado en el contexto de la financiarización.

Recordando, Pasinetti (1981) determina que el ingreso se redistribuye hacia la clase rentista si la tasa de interés real es mayor que la productividad del trabajo. En México, esto ha sucedido de acuerdo al siguiente cuadro:

Cuadro 2.1: Redistribución del ingreso hacia los rentistas en México 2000- 2011					
Fecha	Tasa promedio ponderada de instrumentos de deuda de corto plazo a 28 días. (i)	Inflación Anual	Tasa de Interés Real (r)	Tasa de Crecimiento de PL (ρ)	$r-\rho$
2000	12.80	4.40	8.39	-0.95	Positivo
2001	8.21	5.70	2.51	0.09	Positivo
2002	7.02	3.98	3.05	1.35	Positivo
2003	7.44	5.19	2.25	4.05	Negativo
2004	9.70	3.33	6.36	3.21	Positivo
2005	7.51	4.05	3.46	5.15	Negativo
2006	7.56	3.76	3.80	3.26	Positivo
2007	8.71	6.53	2.18	1.19	Positivo
2008	7.07	3.57	3.50	-5.95	Positivo
2009	5.29	4.40	0.89	5.53	Negativo
2010	4.92	3.82	1.10	3.91	Negativo
2011	0.00	0.00	0.00	0.00	Negativo

Fuente: Elaboración Propia con Datos de INEGI

Esta condición se considerará como evidencia de financiarización en México. Las variables macroeconómicas a tratarse en los apartados siguientes, serán componentes del índice a desarrollarse al final del siguiente capítulo.

2.2 Las utilidades de las empresas no financieras (ENF)

Esta variable mostró un crecimiento moderado absoluto en el periodo, sus tasas de crecimiento erráticas condujeron a que las utilidades crecieran solamente un 6% de un extremo al otro de la serie.

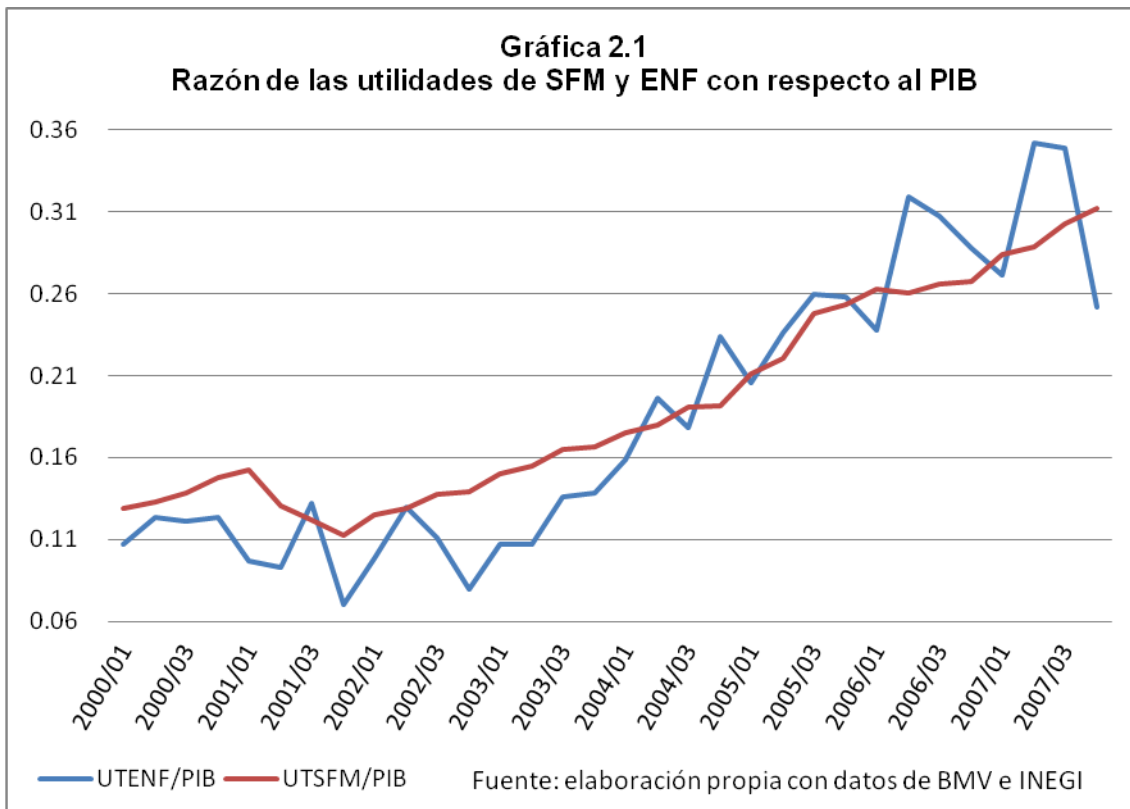
La razón de las utilidades al PIB muestra una tendencia creciente y relativamente estable, promediando 0.18 a lo largo de todas las observaciones. Al final del periodo comenzó a mostrar un comportamiento bastante errático, reflejo de las contracciones del PIB por los choques externos que se presentaron hacia finales de 2007.

2.3 Impacto del sistema financiero mexicano

Se consideraron tres variables para describir el impacto relativo del sistema financiero mexicano (SFM): la razón de las utilidades al PIB, la razón de las primeras contra las ganancias de las ENF, y el peso de las inversiones en posesión de los bancos comerciales y casas de bolsa.

2.3.1 Ganancias del sector financiero

Para el caso del primer cociente, este se muestra en la gráfica 2.1 junto con la razón de las utilidades de las ENF.

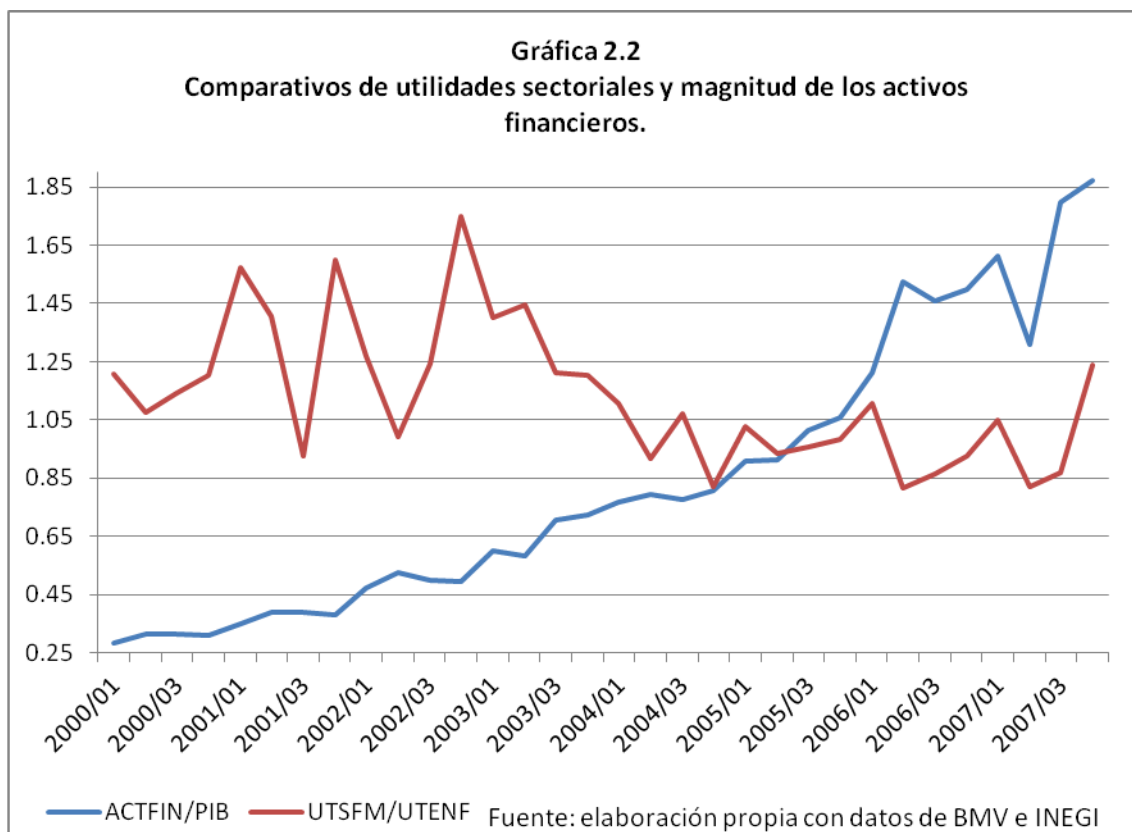


Como puede apreciarse, las ganancias del sector financiero presentan un comportamiento más estable que las ganancias de las ENF, principalmente porque estas utilidades provienen en su mayoría de las actividades crediticias de la banca. Conforme se discutirá posteriormente, los activos financieros incluidos derivados y sintéticos en posesión de la banca, han aumentado su valor relativo, pudiendo explicar la suavidad de los resultados del sector financiero al otorgar ingresos adicionales.

2.3.2 Comparativo de resultados entre ambos sectores

La razón comparativa de las utilidades fue superior a la unidad, más no de manera constante, y tampoco a razones iguales o superiores a 1.8 veces. Por lo tanto, aunque esta variable sí denota que la economía mexicana está financiarizada, no lo está a niveles tan profundos como Estados Unidos o el Reino Unido como se muestra en el capítulo anterior.

En la siguiente gráfica se ilustra el desempeño de las razones pertinentes a las utilidades del sector financiero, y al peso de los activos invertidos con respecto al PIB.



2.3.3 Magnitud de los activos financieros

En cuanto a los activos financieros, específicamente las inversiones en valores en posesión de la banca comercial y las casas de bolsa, se puede intuir que han aumentado en complejidad y diversificación, pero nuevamente, los datos sugieren que la economía de México tiene un débil grado de financiarización.

Es apreciable la tendencia creciente, antecesora teórica y real a la inestabilidad financiera global, a partir del año posterior al periodo de estudio. Dados los bajos valores de activos, estos por ende debieron incluir pocos, si no cero, instrumentos tóxicos que desencadenaron la crisis.

2.3.4 Desempleo causado por la financiarización

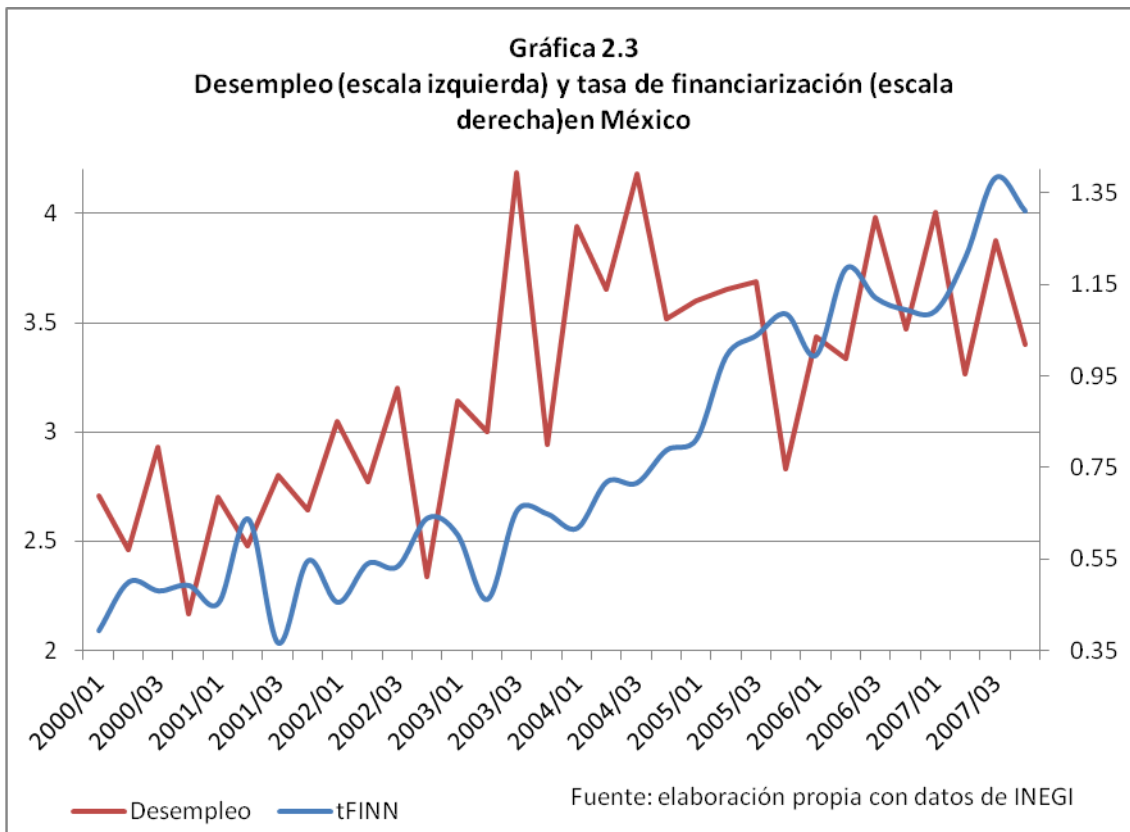
El siguiente indicador macroeconómico es la llamada tasa de financiarización (tFINN).

Como se mencionó en el capítulo segundo, la mencionada variable:

“... mide la parte de la ganancia no invertida en % del PIB, como la diferencia entre la tasa de margen de las empresas y la tasa de inversión.” (Husson, 2008: 6).

Es, por lo tanto, una variable que puede mostrar qué impacto tiene la financiarización en el nivel de empleo. Dado que al no reinvertir las ganancias en expansión de la planta productiva, sino en activos financieros improductivos, esta ociosidad del capital se traduce en la falta de demanda de trabajo. Keynes (1936) define a este tipo de desempleo, causado por la mala planeación en los procesos productivos, estacionalidades de ventas u otros fenómenos causados por errores en la previsión, como desempleo friccional.

Calculando el margen de las empresas como la razón: ventas netas/PIB, y la tasa de inversión como Formación Bruta de Capital Fijo/PIB en la siguiente gráfica se muestra el comportamiento de tFINN, y se compara con el del desempleo, para apreciar las relaciones entre ambas variables.



Puede apreciarse que ambas series tienen un comportamiento similar. Y aunque no se pretende que sea tFINN como variable explicativa absoluta para el desempleo, puede considerarse como uno de los factores que la causan.

Tomando en cuenta los indicadores como evidencia de un grado somero de financiarización, es coherente que tFINN sea de una magnitud pequeña y mucho menor que el desempleo.

Si analizamos los componentes de la tasa, se puede intuir que es la proporción de ventas netas la que presenta una mayor relación con el desempleo. Esto se deduce a partir del análisis de las empresas realizado en el capítulo anterior, donde se muestra que las ventas son desestimulantes de la inversión, y por ende, no aumenta la demanda de trabajo, generando paro involuntario.

2.4 Conclusiones

En México, a raíz de la proliferación de funcionarios públicos con posgrados en el extranjero y por presiones internacionales a raíz de la crisis de deuda de 1982, se implementaron las políticas económicas que propiciaron la financiarización de las empresas mexicanas.

El análisis del desempleo con relación a la tasa de financiarización y el impacto del sistema financiero, muestran que la economía mexicana sí se encuentra inmersa en el proceso de financiarización, sin alcanzar las proporciones a que se ha llegado en países con mercados financieros más desarrollados. En el siguiente capítulo se analizará la inversión en la planta productiva para determinar si dicha inversión de las empresas manufactureras es inversa a sus resultados financieros.

Al compararse las mediciones mexicanas con los que presentan los trabajos de Krippner (2005), Husson (2008) y Crotty y Epstein (2008), se puede determinar que el grado de financiarización de México es menor que el de Estados Unidos. Por ende, el grado de financiarización sería teóricamente más pequeño que el correspondiente a la economía estadounidense. Es por esto que, el índice a construirse en el siguiente capítulo, deberá basarse en una metodología que sea aplicable a cualquier país

Bibliografía

- Ávila, J.L. (2006): "Historia económica de México" Tomo VI, Coordinada por Enrique Semo, México, Océano - UNAM.
- Babb, S. (2005): "The Rise of the New Money Doctors in Mexico", en Epstein, G. (ed.), *"Financialization and the World Economy"*, Cheltenham, Edward Elgar.
- Bolsa Mexicana de Valores: "Indicadores Financieros" (Varios Trimestres), Bolsa Mexicana de Valores, México, DF.
- Crotty y Epstein, G. (2008): *"The Costs and Contradictions of the Lender-of-Last Resort Function In Contemporary Capitalism: The Sub-Prime Crisis of 2007 – 2008"*, Department of Economics and Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst.

Déniz, E. (2011): “Crisis y evolución reciente de la economía de América Latina” en Gómez Serrano, Pedro José (coord.) “*Economía política de la crisis*”, España, Editorial Complutense, pp. 161 – 177

Duménil, G. y Lévy, D. (2011): “The Crisis of Neoliberalism”, Massachusetts, Harvard University Press, pp. 7 – 42.

Husson, M. (2008): “La hausse tendancielle du taux d’exploitation”, Inprecor n°534-535, janvier-février 2008

INEGI (2011): Banco de Información Económica En <http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/> consultado el 31 de Marzo de 2011

INEGI: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (Varios Meses), México, D.F.

INEGI: Sistema de Cuentas Nacionales (Varios Trimestres), México, DF.

Keynes, J. M. (1936) [1981]: “La Teoría General de la Ocupación, Interés y el Dinero”, Fondo de Cultura Económica, México.

Krippner, G. (2005): “The Financialization of the American Economy”, Social-Economic Review no. 3, Oxford University Press, pp. 173-208.

Lapavistas, C. (2009b): “*Financialization Embroils Developing Economies*”, Research on Money and Finance, School of Oriental and African Studies, University of London, August 2009.

Ocampo, J.A. (2009): “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, Revista Cepal, No. 97 abril, pp. 9 - 32

Palazuelos, E. (2011): “La economía de Estados Unidos sometida al dominio de las finanzas: vendrán tiempos peores” en Gómez Serrano, Pedro José (coord.) “*Economía política de la crisis*”, España, Editorial Complutense, pp. 117 – 144

**Capítulo tercero:
Inversión en contexto de financiarización y el grado de
financiarización.**

Introducción

En el capítulo anterior, se abordaron diferentes mediciones para describir la financiarización a niveles macroeconómicos. El objetivo de este capítulo es analizar el comportamiento de las decisiones de inversión de algunas empresas mexicanas tomando en cuenta los estudios de Orhangazi (2008) y Stockhammer (2004). Para este efecto, se ha tomado una muestra de una empresa a del sector secundario, cuatro empresas de la industria de la transformación y dos de la construcción, según la clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores (Indicadores Financieros, varios años), durante el periodo 2000 – 2007.

A lo largo de esta investigación se han expuesto seis indicadores globales de la Financiarización. Recordando, estas son: La función de inversión con financiarización (I_{FINN}), las razones del comportamiento del sistema financiero (Π_{ENF}/PIB , Π_{Fin}/PIB , Π_{Fin}/Π_{ENF} , ACT_{Fin}/PIB) y la tasa de financiarización (t_{FINN}).

Estos indicadores se usarán para construir el índice que se llamará Grado de Financiarización (g_{FINN}), el cual será un indicador para determinar la magnitud de la financiarización y sus efectos directos sobre la economía real

3.1 Análisis de las empresas grandes mexicanas

La muestra de siete empresas mexicanas se ha seleccionado por los siguientes criterios:

1. Ingresos superiores a los 100 millones de dólares anuales.
2. Pertenecer a sectores con mayor tendencia a la financiarización: la minería, la transformación y la construcción (Orhangazi, 2008).

Las empresas analizadas son:

- Grupo México, S.A.B. de C.V. (clave bursátil GMEXICO)
- Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V. (clave bursátil BIMBO)
- Grupo Modelo S.A.B. de C.V. (clave bursátil GMODELO)
- Herdez, S.A.B. de C.V. (clave bursátil HERDEZ)
- Vitro, S.A.B. de C.V. (clave bursátil VITRO)
- ICA, S.A.B. de C.V. (clave bursátil ICA)
- Cementos Mexicanos, S.A.B. de C.V. (clave bursátil CEMEX)

3.1.1 Algunos datos de las empresas mexicanas analizadas

Grupo México

Es una empresa minera mexicana fundada en 1942, se dedica a la extracción de diversos minerales siendo su principal producto el cobre. Cuenta con presencia en México, Chile, Perú y Estados Unidos. Ha cotizado en la bolsa mexicana de valores desde 1978 y actualmente es la minera más sólida de las tres que cotizan en dicho mercado.

Durante el periodo estudiado, ha invertido en promedio 112 millones de dólares (MDD) y los resultados de su posición financiera ha tendido hacia los egresos (pago de intereses, dividendos y pérdidas cambiarias), promediando 25 MDD. Los ingresos del periodo rondan los 1,112 MDD al trimestre con utilidades netas de 400 MDD, otorgando un rendimiento sobre ventas aproximado del 36%.

Grupo Bimbo

Esta empresa mexicana dedicada al giro de producción de alimentos, fue fundada en 1945. Cuenta con 98 plantas en 17 países como Estados Unidos, China, Chile, Argentina, Guatemala, entre otros. Su nómina asciende a los 102,000 empleados.

Durante el periodo analizado realizó inversiones en promedio por 77 MDD trimestrales, obtuvieron ingresos de 1,195 MDD arrojando utilidades de 103 MDD. El rendimiento de las ventas promedia el 9% y los resultados financieros en el periodo analizado promediaron pagos por 8.5 MDD.

Grupo Modelo

Empresa cervecera mexicana fundada en 1925, es propietaria de la marca “Corona” siendo la cerveza mexicana más vendida mundialmente. Comenzó a cotizar en la BMV a partir de 1994. Sus inversiones ascendieron a 104 MDD trimestrales en el periodo analizado, ventas por 1,090 MDD, utilidades de 298 MDD, teniendo un rendimiento sobre ventas del 27%. Es la única empresa analizada que no presenta una estructura de pasivos a largo plazo, financiándose exclusivamente con créditos de vencimiento menor a un año y créditos comerciales.

Grupo Herdez

Empresa dedicada a los alimentos enlatados y procesados, fundada en 1914. Es la empresa más pequeña analizada al tener ingresos por 125 MDD trimestrales. Las utilidades netas de la empresa fueron de 14 MDD (rendimiento sobre ventas del 11.2%). Las inversiones realizadas ascendieron a 4 MDD. La estructura de sus flujos financieros también muestra salidas por 2 MDD en promedio.

Vitro

Fundada en 1909 en la ciudad de Monterrey, esta empresa dedicada al procesamiento de vidrio ha participado en diferentes proyectos de construcción y desarrollo a nivel mundial. Sus ingresos ascienden a 644 MDD, teniendo utilidades promedio de 54 MDD en el periodo analizado (rendimiento del 8%). Sus inversiones promediaron los 25 MDD trimestrales y sus resultados financieros muestran pagos en promedio de 29 MDD a los mercados financieros.

ICA

Empresa mexicana de ingeniería y construcción fundada en 1947, durante la década de los años 1970 participó en la construcción de proyectos de irrigación y carreteras. Sus ingresos promediaron 341 MDD trimestrales, utilidades por 10 MDD, otorgando un rendimiento del 3%. Durante el periodo analizado mostró una desinversión de 9.5 MDD al trimestre. Los resultados financieros muestran que en promedio pagó 4 MDD a los mercados financieros.

Cemex

Empresa mexicana dedicada a la producción de cementos, fundada en 1906. Tiene presencia en 560 países a través de filiales y subsidiarias. Los ingresos de la compañía ascendieron en promedio a 2,840 MDD trimestrales, con utilidades por 518 MDD (rendimiento del 18%). Realizó inversiones por 1,020 MDD y sus gastos financieros fueron solamente de 11.5 MDD al trimestre.

3.1.2 La función de inversión en el contexto de la financiarización (I_{FINN})

La función de Inversión en el contexto de financiarización se define como:

$$I_{FINN} = f(VTAS, UT, PTOTAL, RESFIN)$$

Donde VTAS es el nivel de ventas de las empresas, UT las utilidades netas de estas. PTOTAL es el pasivo total y RESFIN es el resultado neto de egresos (pago de intereses, dividendos, pérdida cambiaria) e ingresos (intereses, ganancia cambiaria, resultado por posición monetaria, dividendos de filiales) financieros.

Recordando, se espera que los signos de los componentes sean:

$$(I_{FINN})_{UT} > 0, (I_{FINN})_{VTAS} > 0, (I_{FINN})_{PTOTAL} \cong 0, (I_{FINN})_{RESFIN} < 0$$

La inversión se encuentra relacionada positivamente con las expectativas de un buen desempeño de la empresa (utilidades y ventas esperadas) y negativamente con la

variable de financiarización identificada por Orhangazi: los gastos e ingresos financieros. Para el caso de la deuda, esta puede tener ambas relaciones, dado que dependerá de la percepción que tenga la administración del nivel de apalancamiento.

Los resultados del análisis econométrico se presentan a continuación:

3.1.3 Modelo Empleado

Se utilizó un modelo simple de mínimos cuadrados, con un rezago en todas las variables excepto en el de las ventas, siendo representado como:

$$DI = \beta_1 * DI_{t-1} + \beta_2 * DUT_{t-1} + \beta_3 * DRESFIN_{t-1} + \beta_4 * DVTAS + \beta_5 * DPTOTAL_{t-1}$$

Donde D denota la primera diferencia

Los coeficientes y probabilidad de significancia se presentan en el cuadro 3.1

Cuadro 3.1 Modelo de inversión con financiarización (I_{FINN})		
Variable	β	Prob.
DI_{t-1}	-0.95561	0
DUT_{t-1}	4.306035	0.0126
$DRESFIN_{t-1}^*$	-4.329374	0.0588
$DVTAS^*$	-0.954637	0.0767
$DPTOTAL_{t-1}$	0.592556	0.0012
R-squared		0.748475
Adjusted R-squared		0.708231
S.E. of regression		2109088
Mean dependent var		64635.4
S.D. dependent var		3904585
Akaike info criterion		32.11242
Schwarz criterion		32.34595
Durbin-Watson stat		2.24986
Fuente: elaboración propia en E-Views 5.0		
*Se rechaza la no significancia al 90%		

En primer lugar, el valor de R^2 demuestra que el modelo es robusto. Durbin - Watson al ser cercano a 2 sugiere que no hay auto correlación en las variables. Y los valores de los criterios de Akaike y Schwarz confirman el buen comportamiento del modelo.

Los resultados de los coeficientes y los signos son los esperados, salvo en el caso de la inversión contra sí misma y las ventas.

Este factor difiere con lo establecido por el modelo de Orhangazi (2008): las decisiones de inversión se verán afectadas negativamente considerando la inversión del periodo anterior y las ventas del periodo.

Esto puede explicarse porque los administradores de las empresas se encuentran en la disyuntiva de continuar la inversión en activos de capital o tener utilidades dependiendo de que las ventas propicien buenos resultados financieros y se mantenga el acceso a los mercados financieros.

El resultado neto financiero, sí resulta como factor negativo para la cantidad de recursos destinada a la adquisición y mantenimiento de los bienes de capital, mas no presenta efectos discernibles en la inversión a largo plazo.

La razón de lo anterior es que, al poder afrontar sus costos de financiamiento, la liquidez le permite a la empresa tener acceso a formas distintas a los pasivos tradicionales, para fondear el aumento de la inversión.

El análisis de los pasivos totales demuestra que los propios administradores perciben su nivel de apalancamiento como elevado, y destinan una mayor parte de los recursos generados al pago de deuda. También se puede interpretar que el servicio del financiamiento está tomando recursos que pueden ser destinados a la inversión.

El cortoplacismo de los pagos a los mercados financieros puede ser el factor que determine que las ventas sin rezagos expliquen a la inversión. Mientras que los resultados financieros del periodo anterior son ligeramente determinantes para propiciar una decisión de inversión.

3.2 Índice propuesto

3.2.1 Metodología empleada

Se seleccionó una metodología de ponderación relativa por dos razones: la primera es porque se pretende medir el impacto promedio de cada uno de los componentes que se asumen como factores de financiarización sin asignar arbitrariamente los factores de ponderación a los componentes.

Segundo, debido a las características metodológicas, permite la ampliación de este análisis a otras economías. Como se describió en el capítulo anterior, se hizo notable que los indicadores macro analizados no son de la misma magnitud para México que Estados Unidos y Europa.

3.2.2. Modelo de inversión

En primer lugar, se calcula el valor de I_{FINN} resolviendo:

$$I_{FINN} = \beta_1 * DI_{t-1} + \beta_2 * DUT_{t-1} + \beta_3 * DRESFIN_{t-1} + \beta_4 * DVTAS + \beta_5 * DPTOTAL_{t-1}$$

Esta ecuación es conforme a lo establecido en el primer apartado del presente capítulo. Una vez obtenidos los valores, estos se deflactarán contra el PIB para homogeneizar los valores con las otras variables.

3.2.3 Ponderación de los componentes

Con el cálculo de la media aritmética de cada una de los componentes del índice, se empleará la gran media como factor de ponderación. Luego, el ponderador se define como el producto de la media de cada componente por el factor de ponderación.

Cuadro 3.2: Cálculo de Ponderación de los Componentes						
Periodo	I_{FINN}/PIB	$\Pi ENF/PIB$	$\Pi FIN/PIB$	$ACTFIN/PIB$	$\Pi FIN/\Pi ENF$	tFINN
2000/01	-0.026	0.11	0.13	0.28	1.21	0.39
2000/02	-0.018	0.12	0.13	0.31	1.07	0.50
2000/03	-0.054	0.12	0.14	0.31	1.14	0.48
2000/04	-0.029	0.12	0.15	0.31	1.20	0.49
2001/01	-0.061	0.10	0.15	0.35	1.58	0.45
2001/02	-0.029	0.09	0.13	0.39	1.41	0.64
2001/03	-0.082	0.13	0.12	0.39	0.93	0.37
2001/04	-0.028	0.07	0.11	0.38	1.60	0.55
2002/01	-0.050	0.10	0.13	0.47	1.27	0.46
2002/02	-0.058	0.13	0.13	0.52	0.99	0.54
2002/03	-0.051	0.11	0.14	0.50	1.24	0.53
2002/04	-0.045	0.08	0.14	0.49	1.75	0.64
2003/01	-0.069	0.11	0.15	0.60	1.40	0.60
2003/02	-0.031	0.11	0.15	0.58	1.44	0.46
2003/03	-0.037	0.14	0.16	0.70	1.21	0.66
2003/04	-0.059	0.14	0.17	0.72	1.20	0.65
2004/01	-0.038	0.16	0.18	0.77	1.11	0.62
2004/02	-0.038	0.20	0.18	0.79	0.92	0.72
2004/03	-0.043	0.18	0.19	0.77	1.07	0.72
2004/04	-0.047	0.23	0.19	0.81	0.82	0.79
2005/01	-0.038	0.21	0.21	0.91	1.03	0.81
2005/02	-0.045	0.24	0.22	0.91	0.93	0.99
2005/03	-0.025	0.26	0.25	1.02	0.96	1.04
2005/04	-0.052	0.26	0.25	1.06	0.98	1.08
2006/01	-0.038	0.24	0.26	1.21	1.11	0.99
2006/02	-0.060	0.32	0.26	1.52	0.82	1.18
2006/03	-0.033	0.31	0.27	1.46	0.87	1.12
2006/04	-0.048	0.29	0.27	1.50	0.93	1.09
2007/01	-0.052	0.27	0.28	1.61	1.05	1.09
2007/02	-0.050	0.35	0.29	1.31	0.82	1.21
2007/03	-0.006	0.35	0.30	1.80	0.87	1.38
2007/04	-0.097	0.25	0.31	1.87	1.24	1.31
Media	-0.045	0.184	0.192	0.83	1.13	0.77
Gran Media	0.51					
Ponderador	-0.09	0.36	0.38	1.63	2.21	1.50

Fuente: Elaboración propia con Datos de BMV e INEGI

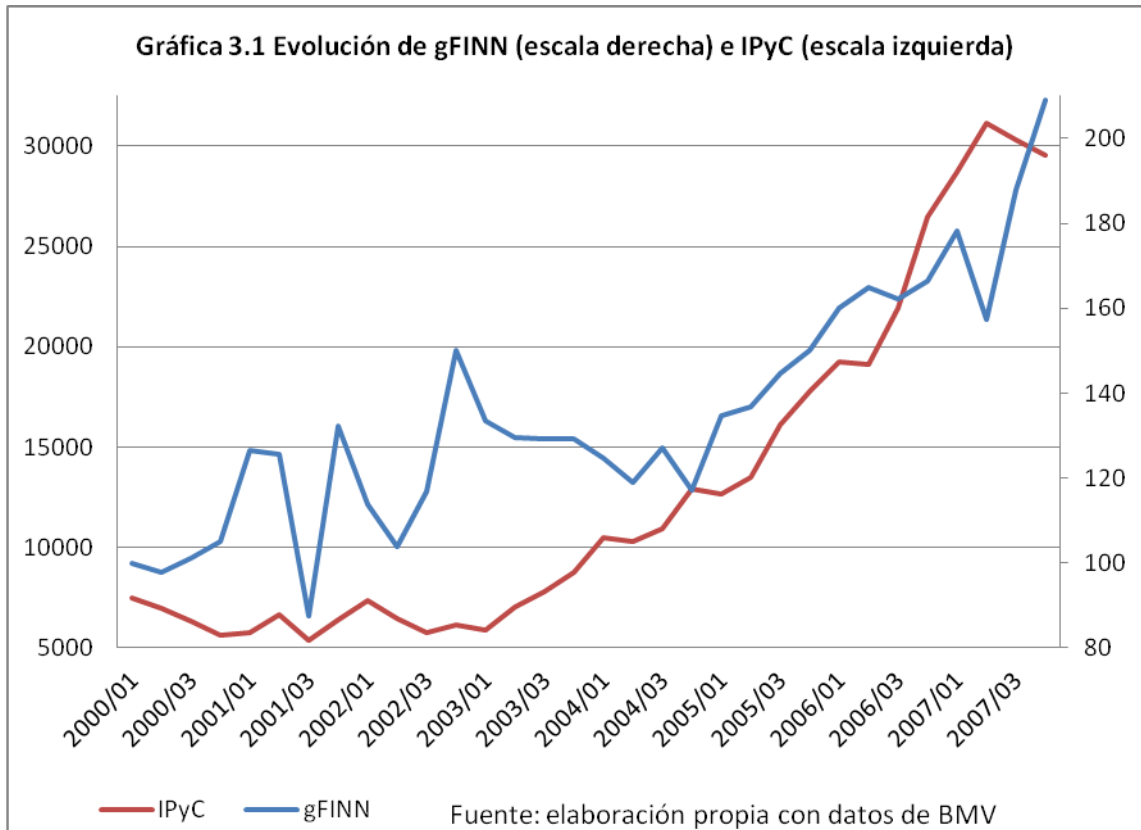
3.3 El grado de financiarización (gFINN)

Al aplicarse el ponderador a cada uno de los componentes, siendo la sumatoria de los componentes ponderados, el Grado de Financiarización Aritmético ($gFINN_A$). Finalmente se calcula el Grado de Financiarización utilizando como base la observación correspondiente al primer trimestre del año 2000.

Cuadro 3.3: Componentes Ponderados y Grado de Financiarización								
Periodo	I_{FINN}	ΠENF	ΠFIN	ACTFIN	$\Pi FIN/\Pi ENF$	tFINN	$gFINN_A$	gFINN
2000/01	0.002285	0.04	0.05	0.45	2.57	0.57	3.68	100
2000/02	0.001615	0.04	0.05	0.49	2.29	0.72	3.61	98.0589
2000/03	0.004782	0.04	0.05	0.49	2.43	0.70	3.73	101.1244
2000/04	0.002546	0.04	0.05	0.49	2.56	0.71	3.87	105.1601
2001/01	0.005355	0.03	0.06	0.55	3.36	0.66	4.66	126.5129
2001/02	0.002558	0.03	0.05	0.61	3.00	0.92	4.63	125.5554
2001/03	0.007182	0.05	0.04	0.61	1.98	0.53	3.22	87.3142
2001/04	0.002441	0.02	0.04	0.59	3.41	0.79	4.87	132.2122
2002/01	0.004368	0.03	0.05	0.74	2.70	0.66	4.20	113.9363
2002/02	0.005118	0.05	0.05	0.82	2.11	0.78	3.82	103.7641
2002/03	0.004440	0.04	0.05	0.78	2.65	0.77	4.31	116.9113
2002/04	0.003982	0.03	0.05	0.78	3.74	0.93	5.53	150.0950
2003/01	0.006077	0.04	0.05	0.94	2.99	0.87	4.91	133.2364
2003/02	0.002682	0.04	0.06	0.92	3.08	0.67	4.77	129.4397
2003/03	0.003231	0.05	0.06	1.11	2.59	0.95	4.77	129.3940
2003/04	0.005153	0.05	0.06	1.14	2.56	0.94	4.76	129.2590
2004/01	0.003356	0.05	0.06	1.20	2.36	0.89	4.59	124.6012
2004/02	0.003319	0.07	0.07	1.25	1.96	1.04	4.39	119.1406
2004/03	0.003760	0.06	0.07	1.22	2.28	1.04	4.68	127.0631
2004/04	0.004105	0.08	0.07	1.27	1.75	1.14	4.31	117.1035
2005/01	0.003326	0.07	0.08	1.43	2.19	1.18	4.96	134.5347
2005/02	0.003918	0.08	0.08	1.44	1.99	1.44	5.04	136.6880
2005/03	0.002218	0.09	0.09	1.60	2.04	1.50	5.33	144.6407
2005/04	0.004557	0.09	0.09	1.67	2.10	1.57	5.52	149.9000
2006/01	0.003380	0.08	0.10	1.91	2.36	1.44	5.89	159.9814
2006/02	0.005236	0.11	0.09	2.40	1.74	1.72	6.07	164.6470
2006/03	0.002885	0.11	0.10	2.29	1.85	1.62	5.97	162.0738
2006/04	0.004201	0.10	0.10	2.36	1.98	1.59	6.12	166.2566
2007/01	0.004554	0.09	0.10	2.54	2.23	1.58	6.56	177.9791
2007/02	0.004433	0.12	0.10	2.06	1.75	1.75	5.79	157.1628
2007/03	0.000531	0.12	0.11	2.82	1.85	2.00	6.92	187.8254
2007/04	0.008554	0.09	0.11	2.95	2.64	1.90	7.69	208.6229

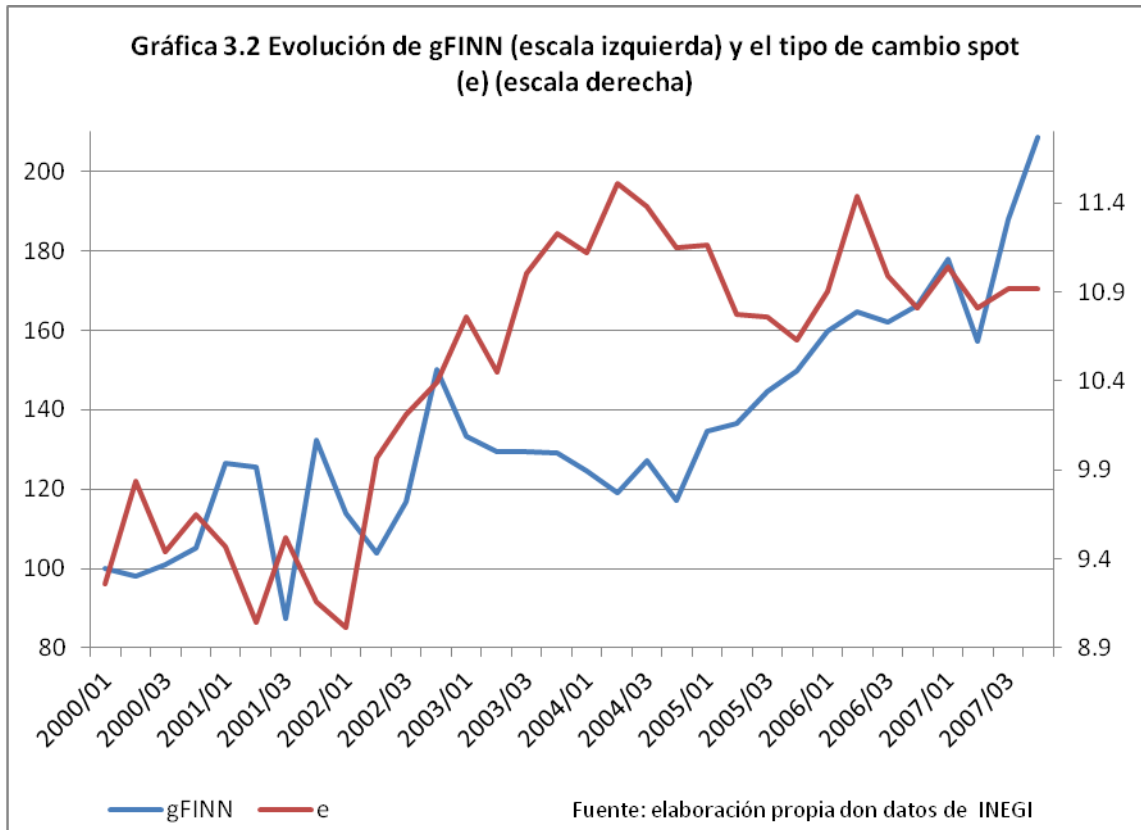
Fuente: Elaboración propia con Datos de BMV e INEGI

La evolución de dicho índice se ve reflejada en la siguiente gráfica, se compara con el indicador principal de la bolsa, el índice de precios y cotizaciones (IPyC)



Como podrá observarse, ambos índices tienen un desempeño similar. Se puede inferir que el comportamiento del mercado accionario sí tiene cierta incidencia en el grado de financiarización de la economía mexicana, más este no es determinante, dado que las empresas que tienen acceso a los mercados financieros, no necesariamente invertirán localmente. Esto es concordante con la definición de financiarización de Epstein (2005) y el marco teórico presentado por Duménil y Lévy (2005).

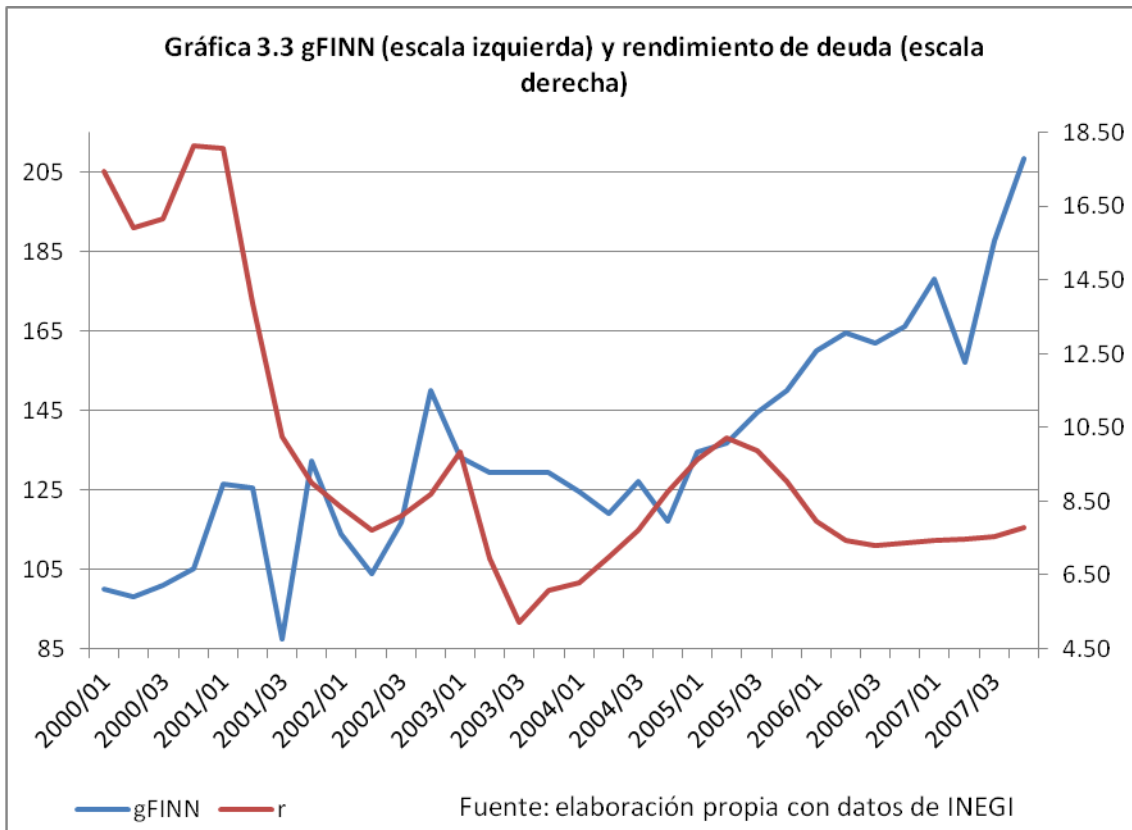
Finalmente, se hace un comparativo gráfico de gFINN con el tipo de cambio, buscando identificar si el tipo de cambio es considerado como un activo financiero en el contexto de financiarización. Se emplea el tipo de cambio a 48 horas (spot) publicado por el Banco de México.



Según la gráfica, hay relación apreciable. Esto puede explicarse de dos maneras: La primera, la más sencilla, es que las empresas mexicanas y/o rentistas y especuladores nacionales o extranjeros, al no considerar al peso mexicano como un activo financiero, según el concepto del “pecado original”, es decir, la imposibilidad para un país emergente de endeudarse externamente en su propia moneda (Eichengreen y Hausman, 1999), destinan recursos a operaciones en dólares.

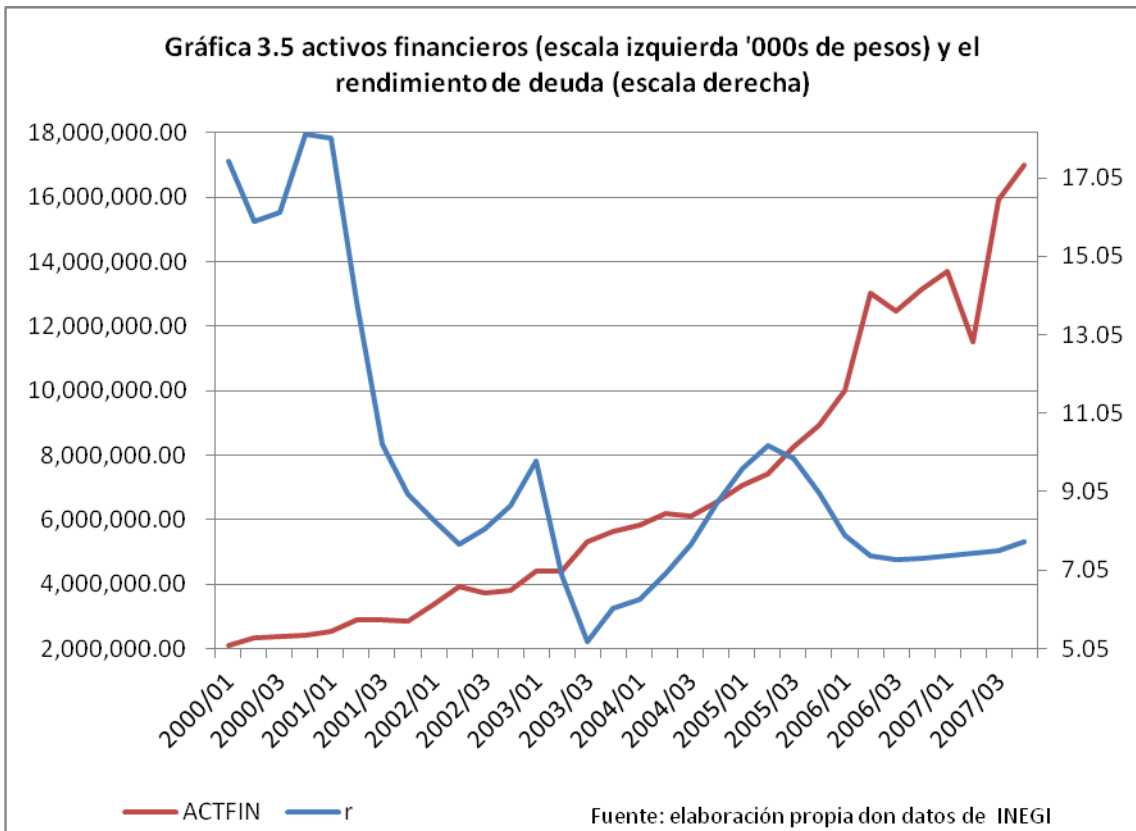
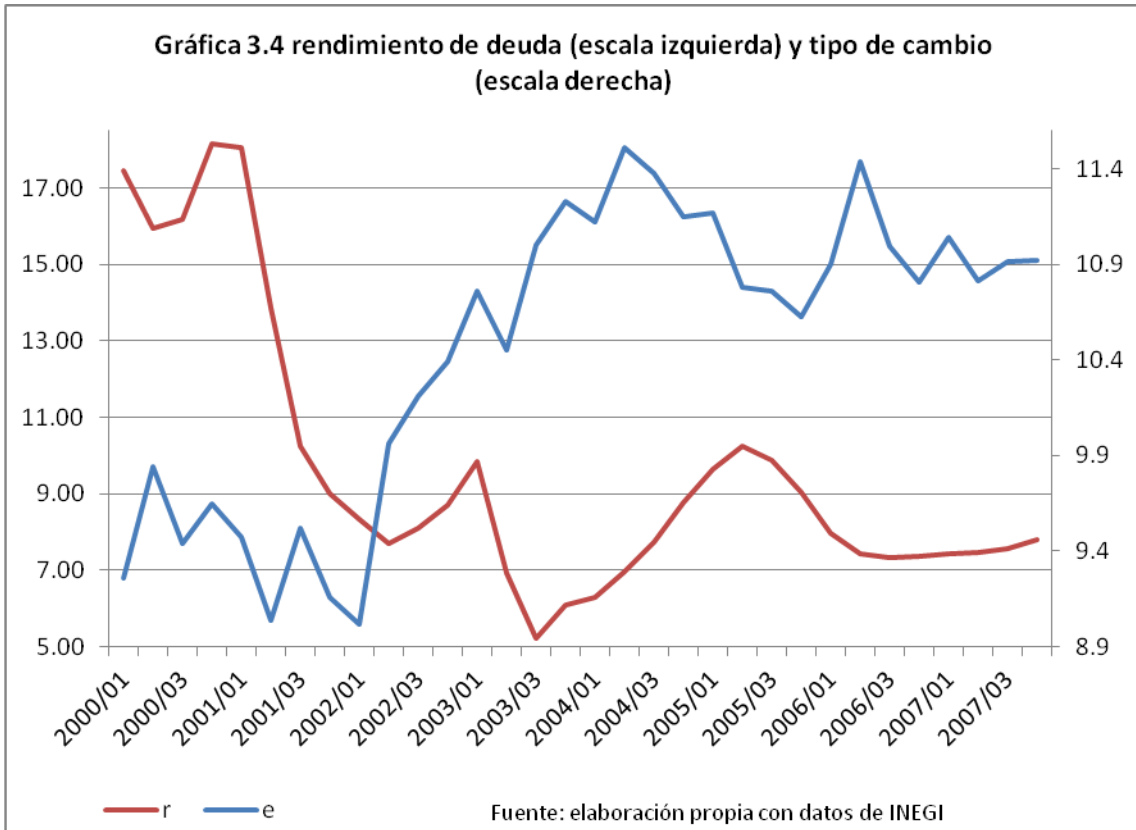
La segunda explicación se debe a que el Banco de México ha incurrido en prácticas de esterilización del tipo de cambio, para mantener estable la inflación dado el alto traspaso del tipo de cambio en la inflación (Hufner, 2003). Los movimientos de capital esperados en un contexto de financiarización son los flujos por los cuales Banxico debe actuar de esta manera.

Finalmente, al comprar gFINN con la tasa de promedio ponderada de instrumentos de deuda de corto plazo a 28 se obtiene la siguiente gráfica:



La tasa de rendimiento de la deuda, tiene una relación inicial clara con el gFINN. Sin embargo, a partir del tercer trimestre de 2003 ambas variables tienen una tendencia contraria. Puede observarse que la baja en el rendimiento local no perturbó el desempeño del índice construido, a pesar de que muestra incidencia en el tipo de cambio como lo muestra la gráfica 3.4.

Asimismo, la tasa de interés muestra una ligera incidencia en el crecimiento de los activos financieros, como se aprecia en la gráfica 3.5, reforzando la noción de que las empresas con acceso a mercados financieros globalizados, pueden adquirir una gran diversidad de instrumentos y tasas de rendimiento que otorguen mejores utilidades que los que se encuentran en el mercado local.



Con esto, se reafirma la concepción teórica de que la financiarización depende de mercados financieros globalizados, y que los agentes que participan en este proceso requieren el acceso a estos, posiblemente armando portafolios de máximo rendimiento aprovechando la multitud de instrumentos ofrecidos en los centros financieros mundiales. La incidencia del rendimiento local sobre la financiarización es pequeña, y no debe considerarse como determinante en el estado de avance y evolución de la financiarización en México.

El gFINN es una herramienta útil para medir la financiarización, porque contempla implícitamente la existencia de mercados financieros globales y una gran diversidad de instrumentos producto de la innovación financiera de las diversas instituciones en diferentes partes del mundo.

3.4 Conclusiones

Las pruebas econométricas muestran que el comportamiento de inversión de la muestra de empresas se ajusta casi en su totalidad a la teoría de la financiarización.

La disyuntiva entre obtener utilidades y crecer a través de la inversión, puede observarse en el corto y largo plazos, donde se puede inferir que la estrategia ha sido dedicar un periodo de dos o tres trimestres al crecimiento de capital y otros tantos a la inversión financiera, respectivamente.

El estudio preliminar del Grado de Financiarización, nos muestra algunas características de la economía mexicana y de la naturaleza del indicador que merecen ser profundizadas en estudios posteriores.

Primero, el desempeño del mercado accionario afecta el grado de financiarización durante el periodo estudiado; por tanto se puede inferir que los otros mercados financieros, el de dinero y derivados, también tienen incidencia. Sin embargo, en un contexto de mercados financieros globalizados, es probable que el grado de

financiarización esté más relacionado con el desempeño de los mercados financieros dominantes, como los de Nueva York, Chicago, Londres y otras economías altamente financiarizadas.

Segundo, esta propuesta de indicador se basa en suficientes observaciones para inferir que es un indicador confiable y un aumento del tamaño de la muestra de industrias manufactureras no lo afectarán pues se encuentra estandarizado.

Tercero, este indicador y su relación con el tipo de cambio muestra que considerando el aumento de reservas del Banco de México, en su calidad de banco central, éste sí incurre en prácticas de esterilización, y la financiarización afecta al comercio internacional, puesto que existen flujos por deuda o inversiones en dólares que pueden desestabilizar el valor del peso mexicano.

Cuarto, el índice alcanza su máximo en el último trimestre del 2007, fecha en la que comenzó la crisis financiera internacional más reciente, y considerando la ley de grandes números, las observaciones del periodo estudiado son suficientes para determinar la utilidad del indicador construido para predecir la aparición de crisis financieras. Quizás ampliando el espacio temporal se podría identificar algún valor o rango de valores críticos que pudieran servir para tal fin.

Finalmente, es necesario aplicar la misma metodología a otras economías, y comparar los resultados, pudiendo así explicar las diferencias entre la financiarización de las economías si se observan grandes diferencias entre los valores de los componentes.

Bibliografía

Banco de México (2011): Portal de Mercado Cambiario. En <http://www.banxico.org.mx/portal-mercado-cambiario/index.html>, consultado el 22 de Octubre de 2011

Bolsa Mexicana de Valores: “*Indicadores Financieros*” (Varios trimestres), Bolsa Mexicana de Valores, México.

Duménil, G. y Lévy, D. (2005): “Costs and Benefits of Neoliberalism: a Class Analysis” en Epstein, G. (ed.), “*Financialization and the World Economy*”, Cheltenham, Edward Elgar,

Eichengreen, B. y Hausman, R. (1999): “Exchange rates and financial fragility”, NBER Working Paper, No 7418, November

Epstein, G. (2005): “Financialization and the World Economy,” Edward Elgar, Cheltenham, Reino Unido y Northampton, MA.

Hufner, F. (2003): “Foreign Exchange Intervention as a Monetary Policy Instrument: Evidence for Inflation Targeting Countries”, Germany, Physica-Verlag GmbH & Co, pp.45 -78

INEGI (2011): Banco de Información Económica En <http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/> consultado el 31 de Marzo de 2011

Orhangazi, O. (2007), “*Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003*”, Political Economy Research Institute (PERI), Working Paper Series 149, PERI, University of Massachusetts, Amherst.

Stockhammer, E. (2004), “*Financialization and the slowdown of accumulation*”, Cambridge Journal of Economics, 28, 719–741

Conclusiones generales

Bases teóricas

En esta tesis se ha descrito y medido la reorientación de la inversión y el ahorro de las empresas hacia los mercados financieros, la financiarización, en México. Este proceso es una consecuencia de la adopción de los postulados neoliberales de la economía de libre mercado.

A partir de los cambios estructurales realizados en la economía mundial por el rompimiento de Bretton-Woods, la financiarización ha tenido entre otras consecuencias el aumento de la frecuencia e intensidad de las crisis económicas y la acentuación de las diferencias inequitativas de distribución de la riqueza y el ingreso.

El ingreso se ha contraído parcialmente porque las empresas han mostrado una disminución del nivel de inversión productiva, dado que gran parte de sus ganancias son pagadas a los accionistas y al servicio de un nivel creciente de deuda.

La administración de las empresas, considerando las altas tasas de interés resultantes de la liberalización de la economía, tiene un cambio de enfoque. La empresa se vuelca a obtener utilidades mayores para mantener el acceso a los mercados financieros. Al paso del tiempo, la liquidez resultante de contracciones mayores en la inversión productiva y en nómina fue reorientada hacia la inversión en activos financieros resultantes de la innovación financiera propiciando burbujas especulativas en los precios de los activos bursátiles y el tipo de cambio.

Para demostrar la existencia y efectos de todo lo descrito, se construyó un modelo que describiera el comportamiento de la inversión en un contexto de financiarización. (I_{FINN})

La financiarización en México

Al estudiar una muestra de siete empresas, las pruebas econométricas muestran que el comportamiento de inversión de la muestra de empresas se ajusta casi en su

totalidad a la teoría de la financiarización de las empresas de Stockhammer (2004) y Orhangazi (2008).

Resalta que aunque las empresas se apegan en gran parte a la teoría, muestran que la el comportamiento de inversión en activos de capital, dependerá de la misma realizada en el pasado cercano y los movimientos en la demanda actual representado por las ventas actuales. No obstante, la adquisición de bienes de capital muestra una notoria sensibilidad y comportamiento inverso a a los resultados financieros de las empresas.

Luego, el análisis del desempleo Husson (2008) para México, y el del impacto del sistema financiero relativo de Krippner (2005), y Crotty y Epstein (2008) muestra que la economía mexicana sí se encuentra inmersa en el proceso de financiarización de manera poco profunda pero evidente.

Específicamente, la tasa de financiarización de Husson, variable que mide la parte del desempleo que puede atribuirse a la financiarización, mostró un crecimiento superior al 200% en el periodo.

Por otro lado, el sector financiero obtiene de manera casi constante, cerca del doble de las utilidades de las empresas manufactureras.

El grado de financiarización

Teniendo como base diversos estudios se construye el grado de financiarización (gFinn) a través de un promedio ponderado de las variables⁹:

$$I_{FINN} = f(VTAS, \Pi, PLP, RESFIN), (\Pi_{ENF}/PIB), (\Pi_{Fin}/PIB), (\Pi_{Fin}/\Pi_{ENF}), (ACT_{Fin}/PIB) \text{ y}$$

tFINN

⁹ Ver páginas 52 y 53 para el listado completo de variables y significado de siglas.

Qué nos dice gFINN

Una vez construido el índice, el estudio preliminar de gFINN nos muestra algunas características de la economía mexicana y de la naturaleza del indicador.

En un contexto de mercados financieros globalizados el grado de financiarización está más relacionado con los mercados financieros dominantes, como los de Nueva York, Chicago y Londres, que el mexicano, pero este sí muestra una clara incidencia.

Con esto se demuestra que el índice construido muestra fortaleza en la base teórica de globalización de mercados financieros, puesto que no es afectado de forma determinante, pero sí significativa, por el desempeño de los mercados de dinero y de capitales local.

El indicador considera una muestra de empresas y el modelo empleado para identificar su comportamiento es sólido con un número adecuado de observaciones.

En cuanto a su propósito de medición, el índice alcanza su máximo en el último trimestre del 2007, fecha en la que comenzó la crisis financiera internacional más reciente. Esto nos resulta útil para determinar la utilidad del indicador construido para predecir la aparición de crisis financieras.

Finalmente, la aplicación de la misma metodología a otras economías, y la comparación de los resultados obtenidos, demostrará que el índice se encuentra correctamente estandarizado y se podrá distinguir qué fenómenos son los que propician la financiarización de cada país a través de las posibles diferencias en los valores de los componentes.

Anexo 1:
Especificaciones econométricas del modelo de I_{FINN}

Para calcular el comportamiento de la inversión de la muestra de empresas en un contexto de financiarización, los datos obtenidos son:

Periodo	Grupo México, S.A.B. de C.V.					Bimbo, S.A.B. de C.V.				
	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**
1999/04*	750,485	15,679	51,066	-546,089	5,339,685	999,862	103,013	-10,101	-22,907	847,290
2000/01	788,209	126,241	-43,814	209,662	5,200,288	778,531	65,256	3,732	-24,402	960,403
2000/02	819,296	139,662	118,178	360,459	4,701,663	821,951	77,971	-4,844	44,491	941316
2000/03	1,149,224	169,625	-59,199	-87,628	4,814,758	822,539	81,223	12,753	1,788	998934
2000/04	857,393	133,886	106,018	-891,008	5,113,439	858,743	114,036	-3,937	-110,870	946460
2001/01	796,092	27,422	12,764	-93,316	5,568,787	826586	66732	6317	57471	945753
2001/02	806,013	74,515	-43,227	-93,194	5,646,956	892,688	698,928	9,702	-173,009	888628
2001/03	716,574	-12,587	119,846	-66,937	5,404,083	963,322	-523,039	8,438	-8,946	1040190
2001/04	756,890	-143,428	51,389	-157,631	5,392,627	1,083,165	121,854	10,184	-86,456	1095855
2002/01	638,150	59,039	-28,588	96,269	5,239,006	997353	77716	2649	-574972	1750241
2002/02	678,398	113,920	180,442	-32,278	5,325,692	1,124,585	67,984	25,209	-42,318	1680320
2002/03	651,097	26,307	33,007	-61,647	5,198,637	1,044,918	92,738	31,866	-63,008	1778599
2002/04	682,214	-96,431	59,838	-263,064	5,249,829	1,251,352	81,587	14,048	-170,621	1672094
2003/01	622,918	37,461	54,624	2,697	5,170,802	1149770	59509	27124	-46713	1618674
2003/02	513,817	61,008	-10,616	3,599	5,205,413	878,054	49,656	12,768	-1,450	1587973
2003/03	628,265	81,765	105,846	-187,550	5,343,465	1,147,407	85,955	20,560	-53,069	1590740
2003/04	788,643	184,096	68,989	-49,146	5,226,161	1,142,291	111,587	13,165	-29,777	1344265
2004/01	892,344	347,372	-16,816	-115,331	5,153,573	1085702	67656	7237	-11622	1296921
2004/02	1,012,911	364,440	49,587	-105,648	5,066,742	1,085,465	73,952	21,169	-35,786	1285493
2004/03	1,051,353	360,654	22,054	-105,875	4,990,773	1,161,708	107,994	4,336	-51,817	1333820
2004/04	1,425,045	637,704	28,401	-153,842	5,266,176	1,314,703	123,284	8,784	-51,499	1476482
2005/01	1,273,210	566,254	12,982	-151,265	5,050,448	1188604	82519	9164	-35233	1480382
2005/02	1,329,945	540,058	9,466	-365,245	4,527,732	1,204,097	105,723	15,219	-52,319	1502089
2005/03	1,299,098	622,684	15,705	-167,765	3,631,929	1,354,912	130,701	10,067	-185,141	1594155
2005/04	1,633,752	829,706	1,803	71,839	3,614,340	1,600,194	176,923	524	-56,057	1582640
2006/01	1,355,082	711,924	12,799	-96,666	3,488,678	1395931	94596	1197	-22813	1637985
2006/02	1,557,502	818,173	7,077	-148,960	3,986,391	1,401,036	116,974	8,385	-80,995	1621120
2006/03	1,710,911	935,409	-11,614	-233,708	4,208,572	1,471,957	148,912	9,209	-37,659	1717901
2006/04	1,889,395	1,093,459	51,111	-67,897	4,068,061	1,565,321	176,459	8,031	-106,887	1649037
2007/01	1,608,926	896,906	-44,948	-122,017	3,967,695	1542390	106860	3810	-66838	1693969
2007/02	2,101,557	1,252,160	93,005	-133,773	4,139,471	1,555,354	116,781	-20,110	-102,452	1485062
2007/03	1,897,392	1,079,368	-4,378	-176,570	4,386,422	1,671,355	171,294	-7,567	-76,091	1526264
2007/04	1,657,796	739,320	-155,676	-159,947	3,975,379	1,846,229	191,402	2,464	-196,724	1,541,111

Cuadro A-1.1 (continúa)

Periodo	Grupo Modelo, S.A.B. de C.V.					Grupo Herdez, S.A.B. de C.V.				
	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**
1999/04*	795507	88231	-13964	-122504	399146	150870	10126	1635	-11221	144133
2000/01	655967	161607	-22422	-85481	915389	79945	11633	-564	-15318	170096
2000/02	809456	229128	6121	-67771	854466	100829	15864	6468	-2954	176090
2000/03	821804	203378	-11169	-65072	965415	94461	6051	306	-4527	183509
2000/04	770577	200175	-11153	-168799	1055189	132078	21558	4312	-9654	195094
2001/01	725757	183248	-19187	-66951	1101851	96986	8625	1107	-7714	187037
2001/02	945464	260962	-8726	-162433	1167958	91217	9118	1378	-2478	208715
2001/03	886629	211789	-14031	-70277	1118117	103621	11856	4711	-1793	188544
2001/04	1020292	217558	-7817	-126525	1181931	144075	18193	1303	-2408	218948
2002/01	871651	221200	-49761	-61796	1195249	100403	12679	807	-24177	206163
2002/02	1028776	301433	34360	-87828	1080942	122707	15208	6436	3014	203023
2002/03	933681	250299	-3861	-61326	1041164	105426	8880	3232	-2634	192415
2002/04	1036270	233582	-2202	-117967	1041230	159124	15798	3334	-4843	216370
2003/01	920592	242262	-10773	-65366	1008981	111940	11255	3883	-13076	214848
2003/02	917602	271707	-15372	-60273	1028807	100479	7780	1469	-1773	219505
2003/03	919439	245827	-4061	-76956	1016429	108917	2965	2782	-8	226811
2003/04	985470	245610	1588	-100351	1075927	150443	8315	1514	-2170	225840
2004/01	836470	231488	2486	-82949	1077645	102168	5655	1028	-1513	207983
2004/02	1090716	349495	-17232	-102616	1066361	112146	8661	3107	-1153	193974
2004/03	1021411	197512	-1626	-108161	1112393	123662	10539	1433	-1420	186734
2004/04	1092053	407142	-989	-126660	1129324	153377	13007	1900	-691	202428
2005/01	962244	270625	-19676	-113337	1155448	106623	14074	2622	-4962	182300
2005/02	1212115	366805	-26422	-67829	1148909	119220	14990	1740	-3673	184930
2005/03	1186494	324950	-23590	-94330	1128219	138476	22580	2482	-20346	1202185
2005/04	1362432	350502	-3271	-138129	1121248	179553	24476	1314	-6508	169369
2006/01	1176564	339889	-16722	-50275	1156008	130115	19725	1938	-3075	158224
2006/02	1355220	434862	-60472	-60984	1128413	128143	19223	2978	-3274	151802
2006/03	1348223	388019	9097	-114236	1201301	135578	15818	1069	-577	153013
2006/04	1330318	327118	10861	-193370	1299638	167326	18606	1486	-1509	185834
2007/01	1463848	430572	-26637	-163251	1385708	128780	17923	2053	-634	177788
2007/02	1802404	579044	76524	-107769	1375286	138198	20490	-6517	-1783	183651
2007/03	1734337	486675	11809	-126078	1447244	154558	18014	-1748	-2171	175008
2007/04	1669739	387630	-1172	-151764	1630100	182151	24564	-2568	2661	184418

Cuadro A-1.1 (continúa)

Periodo	Vitro, S.A.B. de C.V.					ICA, S.A.B. de C.V.				
	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**
1999/04*	873784	15905	34403	-38493	2232233	414170	-25251	8073	-114102	1724347
2000/01	637596	85559	-9931	-39016	2318349	271591	1857	2625	-59820	1680591
2000/02	759469	96074	102841	-98156	2281078	290259	-63083	43122	-57380	1516618
2000/03	763292	89352	-14948	-45740	2384180	335107	14249	10339	-7554	1551958
2000/04	758918	82871	42252	-2033	2421729	300838	17793	1989	-3075	1493516
2001/01	665643	71591	20883	-21947	2370295	206835	6619	14168	112762	1374031
2001/02	775522	87987	-32199	-63941	2450289	244453	2589	13404	27885	1320165
2001/03	812290	67296	98532	-30768	2391628	253180	5201	10752	8519	1284209
2001/04	882198	62702	-14810	-38994	2524447	311029	-94882	14726	264433	1380183
2002/01	717631	61949	-4963	-25013	2431661	204436	4213	6713	28661	1345595
2002/02	500279	57713	157192	-5189	2362871	188114	3758	21202	6718	1234369
2002/03	640649	55886	48712	116890	2002629	221453	4705	11663	30824	1099039
2002/04	696053	36557	40310	-44949	2015062	238563	3275	6678	65757	970688
2003/01	598015	35913	52077	-74029	2160050	199323	4979	12293	951	914466
2003/02	494061	36580	9496	-43001	2107360	181014	1642	2602	-6297	901244
2003/03	624895	55749	75322	-15306	2023458	230454	-10583	13535	-16328	923584
2003/04	591947	42695	47802	-57191	2025039	273285	7769	5949	-12374	967695
2004/01	556926	29203	13620	18438	1974644	229088	5727	3615	-39910	1004988
2004/02	588805	42215	84321	-20416	1963464	273694	6591	2149	-13191	1128514
2004/03	590569	39017	12954	-2381	2112708	289572	13511	2021	15775	1193459
2004/04	624332	31143	15865	-54746	2059746	388669	21254	-8907	-31806	1313043
2005/01	548949	21396	48704	-29601	2051400	358895	17803	1782	41457	1297186
2005/02	605434	37824	10414	-25592	2056540	378447	19024	9190	-12098	1369928
2005/03	638679	54070	53984	-42259	2128175	453020	30770	588	-4515	1467077
2005/04	508992	45176	18664	-22890	2003523	564042	32966	-856	-24203	1671549
2006/01	578217	27593	75367	14148	1974229	436850	33483	770	-18554	1752222
2006/02	626972	53227	80112	17301	1831782	494312	34352	4045	-27639	1806474
2006/03	621784	57213	24646	-385	1765756	470799	32318	3526	-44030	1968488
2006/04	608371	46222	20534	146039	1661433	559737	48160	8861	-17534	2020229
2007/01	607413	52622	47794	-183502	1993230	427842	23993	12727	-32199	1692109
2007/02	628391	56492	-134326	33335	1945764	501240	36676	-41780	-60063	1811140
2007/03	687454	54948	-39824	-77990	1992311	474482	41160	-7108	-320424	1428723
2007/04	693047	83360	-25549	-87730	2098381	654326	40043	-43855	-98961	1594142

Cuadro A-1.1 (continúa)

Periodo	Cementos Mexicanos, S.A.B. de C.V.					Agregado de Empresas				
	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**	VTAS**	Ut**	RESFIN**	I**	PTOTAL**
1999/04*	1,528,128	246,216	62,825	-286,891	5,749,071	5,512,806	453,919	133,937	-1,142,207	16,435,905
2000/01	1,307,209	391,602	11,829	-497,285	5,798,794	4,519,048	843,755	-58,545	-511,660	17,043,910
2000/02	1,449,148	442,686	79,969	-121,009	5,626,414	5,050,408	938,302	351,855	57,680	16,097,645
2000/03	1,316,544	411,018	34,855	-365,076	6,057,822	5,302,971	974,896	-27,063	-573,809	16,956,576
2000/04	1,564,627	413,440	39,954	-2,942,611	8,270,346	5,243,174	983,759	179,435	-4,128,050	19,495,773
2001/01	1,547,679	381,654	-36,545	-507,764	8,125,558	4,865,578	745,891	-493	-527,459	19,673,312
2001/02	2,965,201	-372,446	64,117	648,411	1,320,165	6,720,558	761,653	4,449	181,241	13,002,876
2001/03	748,230	1,275,778	37,177	-1,060,254	8,474,767	4,483,846	1,036,294	265,425	-1,230,456	19,901,538
2001/04	1,800,593	401,400	-131,005	36,986	8,318,403	5,998,242	583,397	-76,030	-110,595	20,112,394
2002/01	1,683,604	342,965	-65,264	-527,330	7,789,448	5,213,228	779,761	-138,407	-1,088,358	19,957,363
2002/02	1,810,961	421,037	89,880	-368,572	8,561,303	5,453,820	981,053	514,721	-526,453	20,448,520
2002/03	1,825,759	375,211	1,660	-419,683	9,198,043	5,422,983	814,026	126,279	-460,584	20,510,526
2002/04	1,932,512	313,326	-12,004	-646,154	8,772,998	5,996,088	587,694	110,002	-1,181,841	19,938,271
2003/01	1,814,450	341,501	46,657	-375,730	9,196,360	5,417,008	732,880	185,885	-571,266	20,284,181
2003/02	1,617,347	344,524	-12,685	-148,883	9,514,176	4,702,374	772,897	-12,338	-258,078	20,564,478
2003/03	2,139,993	467,856	150,457	-138,118	9,189,525	5,799,370	929,534	364,441	-487,335	20,314,012
2003/04	1,879,135	359,524	31,764	-535,592	9,470,090	5,811,214	959,596	170,771	-786,601	20,335,017
2004/01	1,831,914	397,817	-56,230	-341,018	9,626,240	5,534,612	1,084,918	-45,060	-573,905	20,341,994
2004/02	2,023,106	486,934	98,529	257,378	9,032,508	6,186,843	1,332,288	241,630	-21,432	19,737,056
2004/03	2,086,974	504,593	-8,690	-148,059	9,276,162	6,325,249	1,233,820	32,482	-401,938	20,206,049
2004/04	2,243,561	470,557	-47,163	-1,270,577	9,108,438	7,241,740	1,704,091	-2,109	-1,689,821	20,555,637
2005/01	2,580,740	459,463	86,208	-3,404,840	17,607,994	7,019,265	1,432,134	141,786	-3,697,781	28,825,158
2005/02	4,158,841	694,279	15,915	37,997	16,734,223	9,008,099	1,778,703	35,522	-488,759	27,524,351
2005/03	4,339,569	777,459	56,434	-299,691	15,118,307	9,410,248	1,963,214	115,670	-814,047	26,270,047
2005/04	4,430,665	586,110	-15,254	-385,341	16,056,863	10,279,630	2,045,859	2,924	-561,289	26,219,532
2006/01	4,038,204	571,508	55,995	-583,231	16,377,563	9,110,963	1,798,718	131,344	-760,466	26,544,909
2006/02	4,863,028	904,165	27,372	-92,907	15,997,076	10,426,213	2,380,976	69,497	-397,458	26,523,058
2006/03	4,619,452	815,743	-76,780	-123,963	15,186,142	10,378,704	2,393,432	-40,847	-554,558	26,201,173
2006/04	4,550,089	625,584	22,732	-1,226,691	14,955,822	10,670,557	2,335,608	123,616	-1,467,849	25,840,054
2007/01	4,310,120	559,089	2,866	-485,213	13,930,583	10,089,319	2,087,965	-2,335	-1,053,654	24,841,082
2007/02	4,894,173	800,858	32,684	-581,506	26,523,126	11,621,317	2,862,501	-520	-954,011	37,463,500
2007/03	6,371,800	979,740	-137,387	-14,715,629	29,571,477	12,991,378	2,831,199	-186,203	-15,494,953	40,527,449
2007/04	6080651	629549	-17117	-1304277	31120492	12,783,939	2,095,868	-243,473	-1,996,742	42,144,023

Fuente: Indicadores Financieros (Varios Trimestres), Bolsa Mexicana de Valores
*Se incluye para poder calcular la primera diferencia de los valores en el año 2000
** 000's de USD

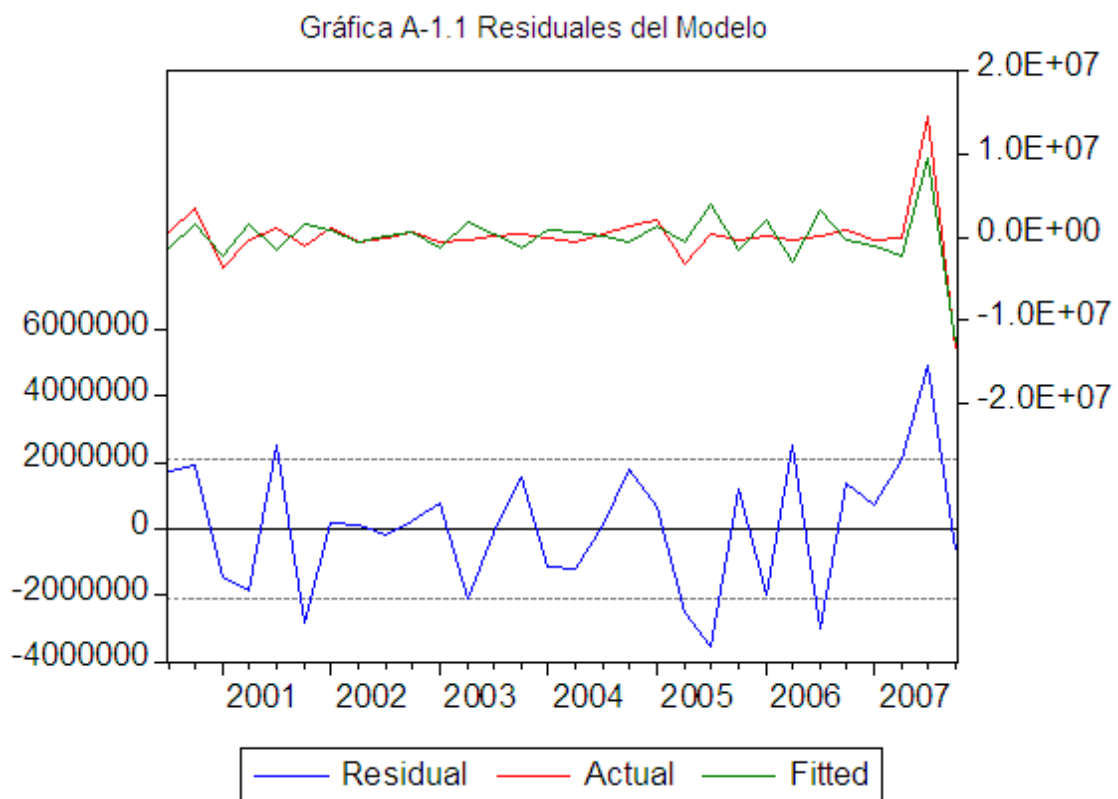
Al aplicarse las pruebas de raíces unitarias, estas no se presentan en primeras diferencias en su mayoría como se presenta en el siguiente cuadro:

Cuadro A-1.2 Pruebas de raíces unitarias		
Prueba	KPSS	
Variable	Modelo	LM-Stat
DI	Constante	0.306501
	Constante y Tendencia	0.304426
Prueba	KPSS	
Variable	Modelo	LM-Stat
DVTAS	Constante	0.340506
	Constante y Tendencia	0.370125
Prueba	KPSS	
Variable	Modelo	LM-Stat
DUT	Constante	0.165454
	Constante y Tendencia	0.19131
Prueba	KPSS	
Variable	Modelo	LM-Stat
DPTOTAL	Constante	0.272888
	Constante y Tendencia	0.130981
Prueba	KPSS	
Variable	Modelo	LM-Stat
DRESFIN	Constante	0.130414
	Constante y Tendencia	0.127988
Fuente: elaboración propia en E-Views 5.0		

Recordando, los coeficientes y su probabilidad de significancia con algunos otros criterios de la regresión se presentan a continuación:

Cuadro A-1.3 Modelo de Inversión con Financiarización (I _{FINN})		
Variable	b	Prob.
DI _{t-1}	-0.95561	0
DUT _{t-1}	4.306035	0.0126
DRESFIN _{t-1} *	-4.329374	0.0588
DVTAS*	-0.954637	0.0767
DPTOTAL _{t-1}	0.592556	0.0012
R-squared		0.748475
Adjusted R-squared		0.708231
S.E. of regression		2109088
Mean dependent var		64635.4
S.D. dependent var		3904585
Akaike info criterion		32.11242
Schwarz criterion		32.34595
Durbin-Watson stat		2.24986
Fuente: elaboración propia en E-Views 5.0		
* Se rechaza la no significancia al 90%		

Después, se procedió a aplicar la siguiente batería de pruebas econométricas:

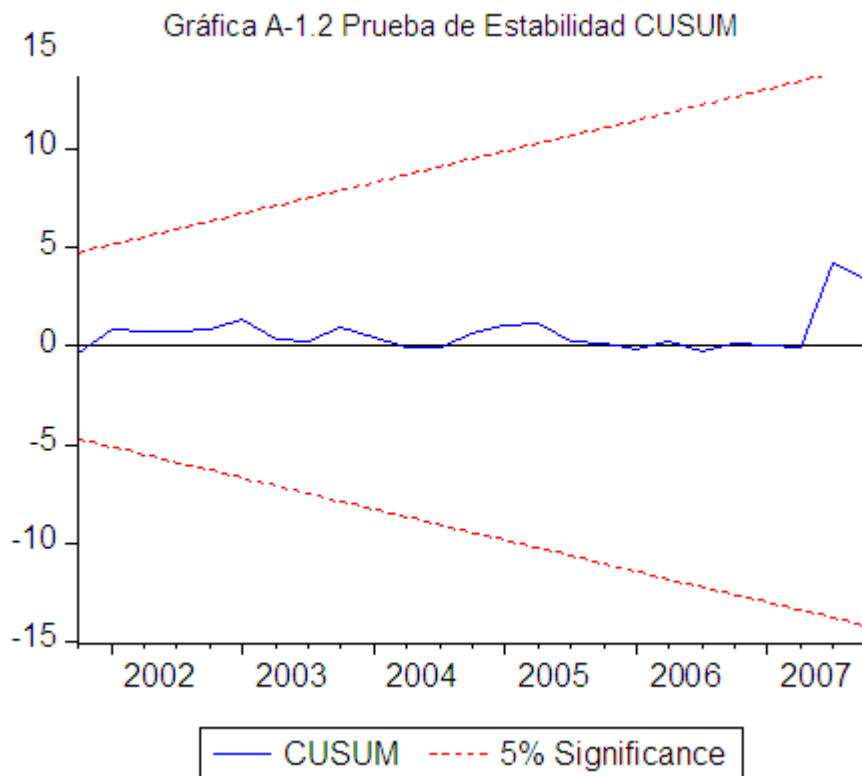


Las pruebas de los residuales sugieren que el modelo se comporta de manera normal, no auto correlacionado, homocedástico y lineal.

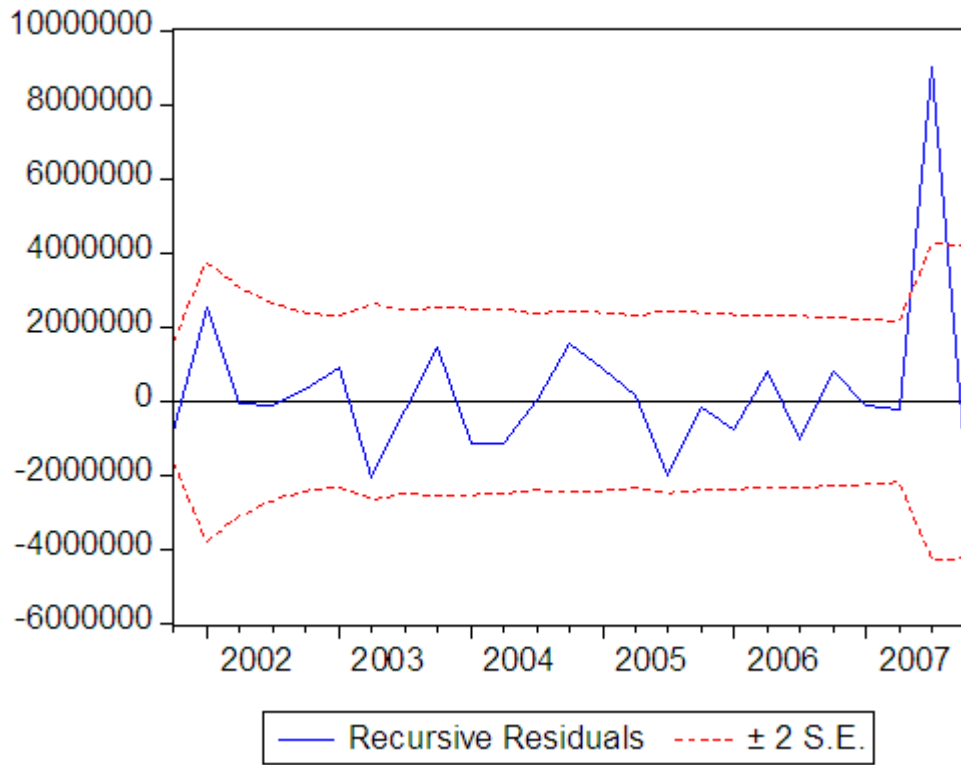
Cuadro A-1.4: Pruebas de Especificación de Residuales			
Supuesto	Prueba	P.	Significado
Normalidad	Jarque-Bera	0.91	$E(u) = 0$
Auto correlación	Breusch-Godfrey	0.57	$Cov(u_i, u_j) = 0$
Homocedasticidad	ARCH-LM	0.9	$Var(u_i) = \sigma^2$
Linealidad	Ramsey RESET	0.19	Exponente de parámetros = 1

Fuente: elaboración propia en E-Views 5.0

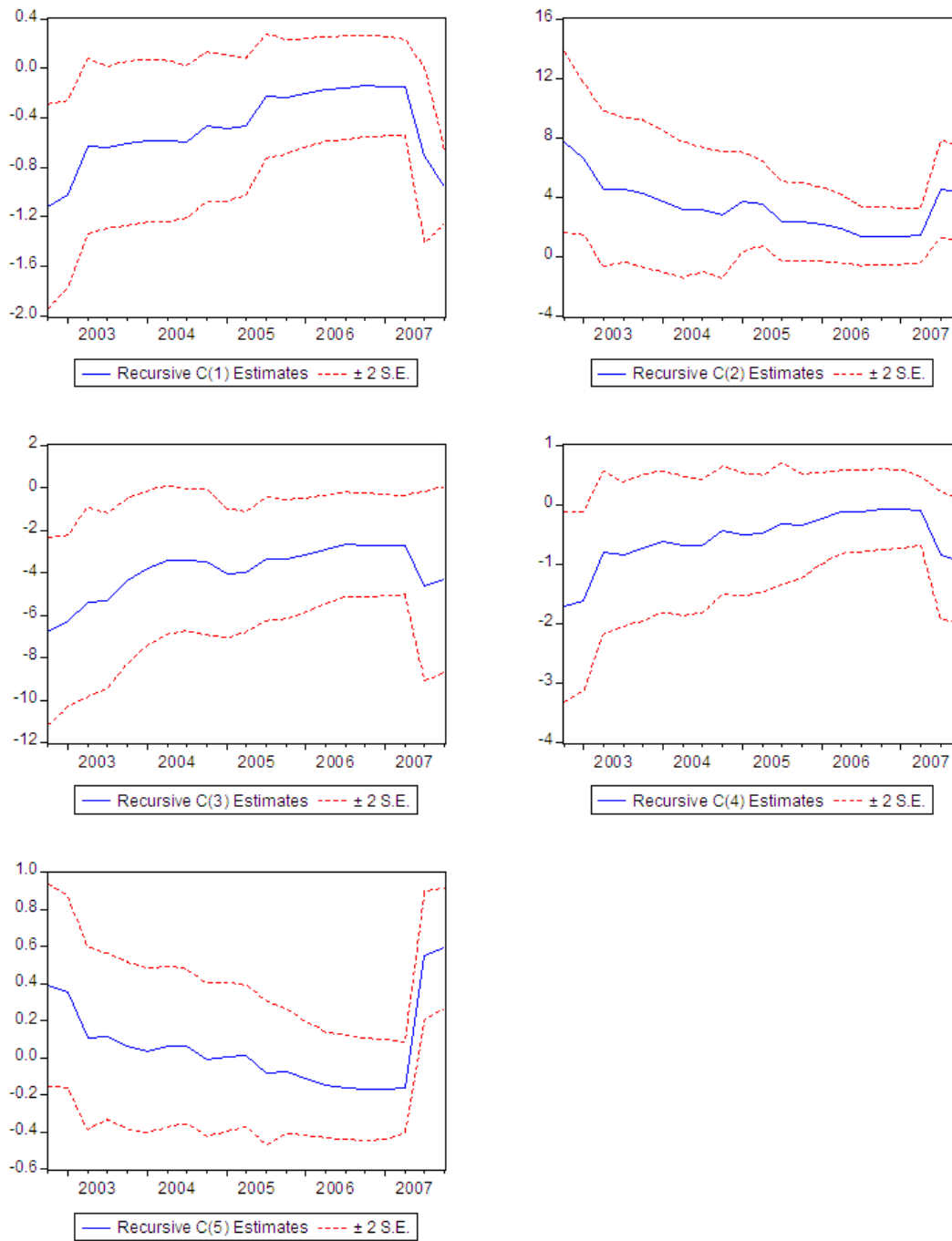
El modelo es estable según las pruebas CUSUM, Residuales Recursivos y Coeficientes Recursivos como se puede apreciar en las gráficas A-1.2 – A-1.4



Gráfica A-1.3 Prueba de Estabilidad de Residuales Recursivos



Gráfica A-1.4 Prueba de Estabilidad de Coeficientes Recursivos



Se puede concluir que el modelo es adecuado para explicar las decisiones de inversión considerando la financiarización de la empresa.

Anexo 2:
Datos para la construcción de gFINN

Tabla A-2.1 Cálculo de I _{FINN}								
Periodo	DI*	DII*	DRESFIN*	DVTAS*	DPTOT*	I _{FINN} **	e	I _{FINN} (Pesos)***
2000/01	-630547	389836	-75392	-993758	608005	2616544.92	9.26	24229206
2000/02	-453980	94547	293310	531360	-946265	2460628.22	9.84	24212581.7
2000/03	516129	36594	-324792	252563	858931	-1230722.05	9.44	-11618016.2
2000/04	3554241	8863	152372	-59797	2539197	1636554.7	9.65	15792752.8
2001/01	-3600591	-237868	-178942	-377596	177539	-2152883.76	9.47	-20387809.2
2001/02	-346218	15762	3956	1854980	-6670436	1525562.17	9.04	13791082
2001/03	1049215	274641	260976	-2236712	6898662	-1435784.61	9.5175	-13665080.1
2001/04	-1119861	-452897	-189395	1514396	210856	1692281.28	9.16	15501296.5
2002/01	977763	196364	62377	-785014	-155031	814269.4	9.015	7340638.64
2002/02	-561905	201292	376314	240592	491157	-680405.891	9.965	-6780244.7
2002/03	-65869	-167027	-388442	-30837	62006	95009.1242	10.214	970423.194
2002/04	721257	-226332	-16277	573105	-572255	515062.592	10.395	5354075.64
2003/01	-610575	145186	75883	-579080	345910	-1379648.38	10.76	-14845016.6
2003/02	-313188	40017	-173547	-714634	280297	1767313.35	10.45	18468424.5
2003/03	229257	156637	352103	1096996	-250466	341806.092	11.0025	3760721.52
2003/04	299266	30062	-193670	11844	21005	-1228702.15	11.232	-13800782.5
2004/01	-212696	125322	-125711	-276602	6977	958437.736	11.124	10661661.4
2004/02	-552473	247370	196570	652231	-604938	668633.891	11.513	7697981.98
2004/03	380506	-98468	-209148	138406	468993	251519.612	11.3775	2861664.39
2004/04	1287883	470271	-30373	916491	349588	-479155.885	11.151	-5343067.27
2005/01	2007960	-271957	139677	-222475	8269521	1345323.22	11.167	15023224.4
2005/02	-3209022	346569	-106264	1988834	-1300807	-693030.915	10.7775	-7469140.69
2005/03	325288	184511	80148	402149	-1254304	3864255.95	10.7635	41592918.9
2005/04	-252758	82645	-112746	869382	-50515	-1436524.28	10.6271	-15266087.1
2006/01	199177	-247141	128420	-1168667	325377	2171252.99	10.901	23668828.9
2006/02	-363008	582258	-61847	1315250	-21851	-2873297.12	11.4375	-32863335.9
2006/03	157100	12456	-28650	-47509	-321885	3154284.82	10.9925	34673475.9
2006/04	913291	-57824	82769	291853	-361119	-441804.57	10.809	-4775465.59
2007/01	-414195	-247643	-121281	-581238	-998972	-1139191.73	11.044	-12581233.4
2007/02	-99643	774536	-1815	1531998	12622418	-2199938.88	10.811	-23783539.2
2007/03	14540942	-31302	185683	1370061	3063949	9609885.63	10.916	104901512
2007/04	-13498211	-735331	57270	-207439	1616574	-12820544.5	10.9195	-139993935
β_1	-0.95561							
β_2	4.30604							
β_3	-4.32937							
β_4	-0.95464							
β_5	0.59256							
Fuente: elaboración propia con datos de BMV y Banco de México								
*Cifras en 000's de USD								
**El cálculo de I _{FINN} se aborda en las páginas 72 y 75 de esta tesis								
***Se hace la conversión a pesos para homogeneizar la moneda con la de los componentes restantes de g _{FINN}								

Tabla A-2.2 Indicadores utilizados para Cálculo de gFINN (miles de pesos corrientes de 2003)

Periodo	I _{FINN}	VTAS	UTENF	UTSFM	PIB	ACTFIN
2000/01	-24503813.86	4184638448	781317130	942892434.9	7298852722	2078955133
2000/02	-18237808	4969601472	923289168	992518352.6	7467037633	2342896304
2000/03	-57131291	5006004624	920301824	1050283971	7604284599	2391708642
2000/04	-33059680	5059662910	949327435	1141613012	7711444430	2399750379
2001/01	-67788413	4607702366	706358777	1112830614	7310622446	2545056082
2001/02	-28198591	6075384432	688534312	968918622.6	7424985037	2888391564
2001/03	-74726633	4267500431	986292814.5	914663801.9	7483060774	2892046599
2001/04	-23707706	5494389672	534391652	853789029.7	7576346565	2863150922
2002/01	-44280709	4699725042	702954541.5	891077645.5	7110693688	3354855523
2002/02	-56373618	5434731630	977619314.5	968248867.9	7523676592	3943614355
2002/03	-52208101	5539034836	831446156.4	1033639049	7517032590	3740434875
2002/04	-48460803	6232933476	610907913	1069954919	7670056598	3794056731
2003/01	-76436391	5828700608	788578880	1105645271	7367052539	4415191707
2003/02	-35571582	4913980830	807677365	1166101742	7539708210	4389497765
2003/03	-45630319	6380756843	1022719784	1241463119	7535289334	5312368534
2003/04	-75984623	6527155565	1077818227	1296129520	7781163449	5637134770
2004/01	-51050034	6156702389	1206862783	1337253343	7620249703	5834075982
2004/02	-53131667	7122912346	1533863174	1407145633	7823413488	6206757813
2004/03	-64336215	7196552050	1403778705	1503959591	7871310917	6093955960
2004/04	-72676549	8075264274	1900231874	1556242250	8133313229	6548298863
2005/01	-62177091	7838413226	1599264038	1643192030	7773327927	7073770453
2005/02	-79687779	9708478697	1916997158	1788108330	8117364423	7417208098
2005/03	-50967709	10128720435	2113105389	2019974410	8141697486	8265552429
2005/04	-110733568	10924265597	2174154818	2135907450	8423951153	8925859391
2006/01	-83306456	9931860766	1960782492	2166677604	8251958230	10015366161
2006/02	-132343162	11924981119	2723241300	2222063881	8546826228	13028879422
2006/03	-74737954	11408790372	2630980126	2277450158	8563560212	12473990725
2006/04	-111870238	11533805061	2524558687	2341041810	8765547164	13137719136
2007/01	-125081387	11142643904	2305948546	2414433729	8503329190	13719473576
2007/02	-127911496	12563805809	3094649831	2536753594	8798378735	11516014340
2007/03	-16202493	14181388225	3090536828	2683537432	8859921268	15911101037
2007/04	-275418547	13959422191	2288583063	2830321270	9078916143	17015871899

Fuente: INEGI

Tabla A.-2.3 Cálculo de tFINN				
Periodo	FBKF (000's de Pesos)	VTAS/PIB (A)	FBKF/PIB (B)	tFINN [(A)-(B)]
2000/01	1308281075	0.57	0.18	0.39
2000/02	1235529273	0.67	0.17	0.50
2000/03	1350107279	0.66	0.18	0.48
2000/04	1259366509	0.66	0.16	0.49
2001/01	1290196217	0.63	0.18	0.45
2001/02	1344186372	0.82	0.18	0.64
2001/03	1519547401	0.57	0.20	0.37
2001/04	1352884449	0.73	0.18	0.55
2002/01	1459784311	0.66	0.21	0.46
2002/02	1368826039	0.72	0.18	0.54
2002/03	1523853443	0.74	0.20	0.53
2002/04	1327289751	0.81	0.17	0.64
2003/01	1381822418	0.79	0.19	0.60
2003/02	1429146010	0.65	0.19	0.46
2003/03	1433473437	0.85	0.19	0.66
2003/04	1479134627	0.84	0.19	0.65
2004/01	1452534696	0.81	0.19	0.62
2004/02	1502088089	0.91	0.19	0.72
2004/03	1561483598	0.91	0.20	0.72
2004/04	1666195349	0.99	0.20	0.79
2005/01	1528967885	1.01	0.20	0.81
2005/02	1644353948	1.20	0.20	0.99
2005/03	1680480272	1.24	0.21	1.04
2005/04	1789401119	1.30	0.21	1.08
2006/01	1724327297	1.20	0.21	0.99
2006/02	1805388885	1.40	0.21	1.18
2006/03	1824437957	1.33	0.21	1.12
2006/04	1945584353	1.32	0.22	1.09
2007/01	1859941707	1.31	0.22	1.09
2007/02	1932663216	1.43	0.22	1.21
2007/03	1940419117	1.60	0.22	1.38
2007/04	2073453785	1.54	0.23	1.31

Fuente: INEGI