



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

El proceso de financiarización y sus efectos
sobre el sector productivo mexicano

TESIS
QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE
DOCTOR EN ECONOMÍA

PRESENTA:
JAVIER LAPA GUZMÁN

Director de Tesis:
Dr. Enrique García y Moisés
Facultad de Estudios Superiores Acatlán



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

A mi madre, a quien la muerte no
le impidió seguirme amando.

AGRADECIMIENTOS

A mi abuela, por enseñarme lo que significa la palabra “familia”, a través de su cariño inagotable.

A mi padre, por su férrea confianza en mi persona.

A mi hermana, por ser mi consciencia, mi consejera y mi mayor orgullo.

A Alaska, por su paciencia y amor incondicional.

Al Dr. Enrique García Moisés, por su invaluable guía a lo largo del proceso de investigación.

A la Dra. Guadalupe Mántey de Anguiano, por su sapiencia y generosidad en cada una de las revisiones realizadas al trabajo.

Al Dr. Luis Quintana Romero, por su lucidez y comprensión, que resultaron fundamentales para el desarrollo de la presente investigación.

Al profesor Jorge Isaac Egurrola, por su sabiduría y amabilidad, que no solo han tenido una importante influencia en mi formación académica, sino también, a nivel personal.

A la Dra. Ericka Arias Guzmán, por su constante apoyo y atención, aspectos sin los cuales, el presente trabajo, simplemente no hubiera sido posible.

Al Dr. Felipe Cruz Díaz y al Dr. Jorge Alonso Bustamante Torres, por sus oportunos y valiosos comentarios, que contribuyeron a la conclusión de la presente investigación.

A Marisol, Mario, Paco, Gabriel, Daniel y Manuel, por las enseñanzas, los repasos, los desvelos, las preocupaciones compartidas, los sueños comunes, las discusiones, los acuerdos, las charlas de sobremesa; pero sobre todo, por dejarme habitar junto con ellos, el aula 3 del Posgrado de Economía.

A Yuri, Nelly, Toño, Isa, Jaime, Dulce, Ángel, Ale, Sarahí y demás miembros del “Rama-Región”, por mostrarme que la ciencia constituye un largo camino, que debe transitarse siempre en equipo.

A mis alumnos, por soportar mis prisas y alegrar mis días a lo largo de estos años.

A la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM), por darme una oportunidad de vida y reforzar mi creencia en la educación, como única vía para lograr un país mejor.

Al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACyT), por el financiamiento otorgado, que no solo me permitió concluir mis estudios, sino que me dio la oportunidad de conocer al extraordinario grupo de personas que aquí he citado.

Índice

| | |
|---|----|
| Introducción general..... | 6 |
| Capítulo 1. El proceso de financiarización. | |
| 1.1 Introducción..... | 10 |
| 1.2 Definición del proceso de financiarización económica..... | 11 |
| 1.3 Génesis y consolidación del proceso..... | 14 |
| 1.4 La relación entre el sector financiero y el productivo..... | 19 |
| 1.5. Efectos macro y microeconómicos..... | 21 |
| 1.6 Conclusión..... | 27 |
| Capítulo 2. El Sistema Financiero Mexicano, a través de sus reformas. | |
| 2.1 Introducción..... | 29 |
| 2.2 Evolución del Sistema Financiero Mexicano (1970-2015)..... | 30 |
| 2.2.1 Modernización del Sistema Financiero Mexicano (1970)..... | 31 |
| 2.2.2 El nuevo modelo de crecimiento (1980)..... | 33 |
| 2.2.3 Profundización de la reforma financiera y la crisis del peso (1990)..... | 35 |
| 2.2.4 La gran crisis financiera (2000)..... | 40 |
| 2.2.5 Rasgos del Sistema Financiero Mexicano (2015)..... | 42 |
| 2.3 Conclusión..... | 45 |
| Capítulo 3. El comportamiento del sector productivo frente al desarrollo del sector financiero. | |
| 3.1 Introducción..... | 47 |
| 3.2 Evolución del sector productivo mexicano..... | 48 |
| 3.3 Evolución del sector financiero mexicano..... | 58 |
| 3.3.1 Banca comercial..... | 59 |
| 3.3.2 Sector bursátil..... | 65 |
| 3.4 Conclusión..... | 68 |
| Capítulo 4. El financiamiento otorgado al sector privado | |
| 4.1 Introducción..... | 71 |
| 4.2 Estrategias de política financiera para el desarrollo..... | 72 |
| 4.3 Financiamiento otorgado por el sector bancario..... | 77 |
| 4.4 Financiamiento otorgado por el sector bursátil..... | 83 |
| 4.5 Composición del financiamiento por tipo de empresa..... | 86 |
| 4.6 Conclusión..... | 89 |

Capítulo 5. El efecto del proceso de financiarización económica sobre la inversión productiva. Un análisis econométrico.

| | | |
|-------|--|-----|
| 5.1 | Introducción..... | 91 |
| 5.2 | La econometría como herramienta de análisis del proceso de financiarización..... | 92 |
| 5.3 | Revisión de los modelos econométricos de referencia..... | 95 |
| 5.3.1 | Desarrollo Financiero y crecimiento económico..... | 95 |
| 5.3.2 | Desregulación, desarrollo financiero y crecimiento económico en México..... | 96 |
| 5.3.3 | El proceso financiarización de la economía estadounidense..... | 97 |
| 5.3.4 | Los efectos del proceso de Financiarización sobre el de acumulación..... | 98 |
| 5.4 | Modelo econométrico..... | 99 |
| 5.4.1 | Metodología econométrica..... | 100 |
| 5.4.2 | Análisis estadístico de las series..... | 105 |
| 5.4.3 | Estimación y resultados del modelo..... | 106 |
| 5.5 | Conclusión..... | 110 |
| | Conclusión general..... | 113 |
| | Bibliografía..... | 119 |
| | Anexo..... | 131 |

Introducción general

Las diversas crisis financieras que han aquejado a la mayoría de los países del orbe durante los últimos treinta años; han generado un gran interés sobre la relación que existe entre dichas crisis y el notable desarrollo que ha reportado el sector financiero internacional en años recientes, y que constituye una de las principales características de la economía internacional contemporánea. Lo anterior ha dado como resultado el que diversos autores hayan centrado su atención, tanto en el desarrollo del sector financiero, como en los efectos de éste sobre el sector productivo; además de la importancia que dicha relación representa para el crecimiento y desarrollo de las economías en su conjunto.

El desarrollo del sector financiero ha obedecido principalmente a una serie de reformas llevadas a cabo bajo la lógica de la teoría ortodoxa, que argumenta la existencia de una relación positiva entre los dos sectores relacionados, por lo que el desarrollo de uno, implica forzosamente el del otro. En este sentido, se considera que la represión financiera, no sólo impide el desarrollo del sector financiero, sino que limita los efectos positivos de éste sobre el sector productivo; por lo tanto, la liberalización del primero resulta una medida no solo recomendable; sino necesaria para la promoción del crecimiento de largo plazo. Y es que al liberalizar el sistema financiero, se promueve el libre flujo de capitales; lo que teóricamente, propicia una reducción en el costo del financiamiento al sector productivo, y además, mejora la asignación de los recursos financieros entre las diferentes ramas de la economía, privilegiando aquellos proyectos de inversión más rentables; fortaleciendo así, la estabilidad macroeconómica del país en cuestión.

Lo anterior explica el hecho de que la mayoría de los países hayan llevado a cabo una serie de reformas, encaminadas a liberalizar sus respectivos sistemas financieros; como parte del proceso de adopción del modelo neoliberal de crecimiento; en este sentido, cabe señalar que la liberalización financiera, junto con la apertura comercial irrestricta y un acelerado proceso privatizador, constituyen las principales recomendaciones de dicho modelo. En el caso de México, estas contrarreformas neoliberales, como las denomina Hufschmid (2002), se implementaron a partir de 1982, como respuesta a la crisis de deuda que enfrentaba el país, y como vía hacia el crecimiento y desarrollo económico. Así, durante los años ochenta, las bases sobre las que descansaba la promoción del tejido industrial, se modificaron, y el modelo de sustitución de importaciones (MSI), dio paso al modelo orientado a exportaciones.¹ A partir de entonces, el crecimiento y la estabilidad económica del país se le confiaron al modelo neoliberal, cuya principal estrategia fue generar las condiciones necesarias para atraer a la inversión extranjera; por ejemplo, a través de una política monetaria restrictiva, un régimen cambiario semifijo y un sistema financiero desregulado.

Sin embargo, en el caso de la economía mexicana, las expectativas de crecimiento distan mucho de haberse cumplido, prueba de ello, son los distintos períodos recesivos por los que ha atravesado durante las últimas décadas, a pesar del considerable desarrollo del sector financiero. Lo que genera una serie de dudas e interrogantes sobre la verdadera naturaleza de la relación entre dicho sector y el productivo. En este sentido, de acuerdo con Stockhammer (2004), la economía mundial durante las últimas tres décadas se caracteriza por el incremento de la inversión en activos financieros y la ralentización de la acumulación de activos físicos y del crecimiento económico. Por ende, el análisis de los vínculos entre estos dos fenómenos

¹ Se argumentó que el proteccionismo característico del MSI era el principal responsable del fracaso de la industria nacional; se le culpó de no fomentar la capacidad exportadora; de presentar una baja productividad; una elevada dependencia tecnológica; y de ser altamente dependiente del apoyo estatal.

económicos adquiere un carácter imperativo, dado que la acumulación de capital y el crecimiento económico son las principales variables para entender el desarrollo de cualquier economía en el largo plazo. Y justamente, el desarrollo del sector financiero, frente al escaso crecimiento del sector productivo, constituye uno de los principales aspectos de lo que diversos autores, han denominado como financiarización económica.

Dicho proceso, ha sido abordado desde diferentes perspectivas teóricas y metodológicas; para algunos autores se refiere a la creciente importancia que desde los años ochenta, han cobrado los intereses, mercados y agentes financieros en el funcionamiento de las distintas economías nacionales (Epstein, 2005). Para otros, hace referencia al hecho de que paulatinamente los beneficios obtenidos por canales financieros, han adquirido mayor relevancia frente a los que se obtienen tradicionalmente, es decir, vía canales relacionados con la producción y comercialización de bienes y servicios (Duménil y Lévy, 2004; Krippner, 2005; Orhangazi, 2008). En cualquier caso, los diferentes análisis sobre el proceso de financiarización remiten a un crisol de elementos resumibles en la sobredimensión que ha logrado la esfera financiera, respecto a la productiva; así como en los distintos riesgos que esto conlleva (Martínez, 2007).

A pesar de que se trata de uno de los principales cambios estructurales de la economía global, dicho proceso no ha recibido la atención debida, de hecho, la mayoría de los trabajos sobre el tema, se enfocan en el caso de países desarrollados, principalmente Estados Unidos y algunos otros de Europa; por el contrario, para el caso de las economías subdesarrolladas, el número de investigaciones es bajo; en parte por que dichas economías cuentan con sistemas financieros menos desarrollados, sin embargo, la tendencia creciente que estos presentan, dota de relevancia al análisis del proceso en cuestión. Además, en el caso de las economías subdesarrolladas, dadas sus características, los riesgos potenciales de dicho proceso; son mayores. Y es que ante el bajo crecimiento que presenta la economía mexicana; situación que parece no cambiará en el corto plazo; al menos no con la estrategia de desarrollo y crecimiento que hasta ahora se ha llevado a cabo, y cuyos resultados no han sido los esperados; se vuelve necesario analizar y evaluar uno de los principales cambios estructurales que generó la adopción del modelo neoliberal; el relacionado con el proceso de financiarización económica.

En este sentido, resulta innegable el importante desarrollo del sector financiero mexicano, durante los últimos años; y que de acuerdo a la teoría ortodoxa debió ser acompañado por un fortalecimiento del aparato productivo mexicano. Es decir, la relación entre los dos sectores involucrados debería ser totalmente positiva para ambos; y es justamente, este aspecto el que se cuestiona en la presente investigación. Se busca identificar cuáles son los principales efectos del abrupto desarrollo del sector financiero, sobre el aparato productivo mexicano; y para ello se ha centrado el análisis en dos de los vínculos más importantes entre ambos sectores; el crédito al sector productivo y la inversión productiva; que constituyen las dos preguntas de investigación que rigen al presente trabajo; por un lado, se busca identificar el efecto del proceso de financiarización sobre la estructura y funcionamiento del sistema financiero mexicano, principalmente, en lo referente al crédito otorgado al sector productivo nacional. Y por el otro, se busca analizar, la dinámica de la inversión productiva por parte de las empresas, en un contexto caracterizado por un importante desarrollo de las actividades de índole financiera.

De esta manera, se pretende mostrar que la relación entre el desarrollo del sector financiero y el productivo, en el caso de la economía mexicana, no ha sido totalmente positiva, como lo establece la teoría ortodoxa. Y por lo tanto, se busca identificar la verdadera naturaleza y

sentido de la relación entre ambos sectores, que constituye la esencia del proceso de financiarización económica. La relevancia del presente trabajo, estriba en el hecho de que no es posible resolver un problema económico, sino se le entiende primero, ya que solo mediante una visión objetiva y global de éste, será posible delinear conclusiones y recomendaciones, sobre un tema que se caracteriza por la falta de información; lo que complica su estudio para el caso de economías como la mexicana, pero cuya tendencia global, no solo le dota de pertinencia, sino que hace imperativo su análisis.

Las características del tema obligan a que el proceso de investigación siga distintas líneas de trabajo, que conforme se vayan desarrollando, se complementarán entre sí, y contribuirán a la solidez de los argumentos con los que se pretende comprobar la hipótesis planteada en los párrafos previos; es decir, que la relación entre los dos sectores involucrados no ha sido completamente positiva, y prueba de ello, son los cambios registrados en el crédito otorgado por el sector financiero, al sector productivo; así como el efecto del incremento de las actividades financieras, sobre los niveles de inversión productiva. En este sentido, cabe señalar que el proceso de financiarización, engloba diversos aspectos de la economía de un país, sin embargo, el presente trabajo, únicamente se avocará a la relación entre el sector financiero y el productivo; considerando que si es posible mostrar, que contrario a lo que sostiene la teoría ortodoxa, dicha relación no ha generado los resultados esperados, para el sector productivo mexicano; se obtendrá un sólido argumento sobre la existencia del proceso bajo análisis, en el caso de la economía mexicana.

El presente trabajo se divide en cinco capítulos, en el primero se revisaran los aportes teóricos de las distintas escuelas que han fijado su atención en el proceso bajo análisis, con la intención de dotar a la investigación de una variedad de enfoques, que permita la elaboración de una propuesta analítica propia, que identifique los vínculos entre el sector financiero y el productivo. El segundo contiene la revisión histórica del proceso de financiarización, desde su génesis en las economías desarrolladas, su transmisión a escala global y hasta su plena instauración en la economía mexicana, a través de la adopción de la estrategia neoliberal durante la década de los ochenta. De igual forma, se analiza la consolidación de dicho proceso, a través de la revisión de las distintas reformas hechas al sistema financiero mexicano.

Una vez que el proceso haya sido explicado, será tiempo de argumentar su existencia en el caso de la economía mexicana; por ende, la evidencia empírica es la base de los capítulos restantes. En el tercer capítulo, se analiza por un lado, la evolución del sector productivo nacional, con la intención de mostrar un panorama general de la situación industrial del país; y por el otro, el desarrollo del sector financiero, en términos de recursos y ganancias generadas. De esta manera será posible contrastar el comportamiento de ambos sectores, y así validar o no, la lógica ortodoxa que sostiene la existencia de una relación positiva entre ellos.

En el cuarto, se analizan las modificaciones que ha experimentado la composición del sistema financiero mexicano a lo largo de los años, con la intención de mostrar el cambio en sus funciones dentro del sistema económico. También se muestra el incremento de su importancia en la dinámica general de la economía, y la relación que esto tiene con la fragilidad financiera que ha caracterizado al país durante las últimas décadas. Se pone especial atención en las modificaciones, en términos de financiamiento al sector productivo; para ello se analiza la evolución del crédito otorgado por la banca comercial y la de desarrollo, así como el papel del mercado bursátil, como opción de financiamiento para las empresas.

En el último capítulo se construye y estima un modelo econométrico que permite identificar los riesgos potenciales que representa el incremento de las actividades financieras para un grupo de empresas, en términos de su reinversión productiva. De esta manera, tanto el análisis estadístico utilizado para conocer el comportamiento histórico de las variables relacionadas con el proceso en cuestión; como el de índole econométrico, contribuyen a la argumentación y comprobación de la hipótesis de trabajo. Finalmente se redactan las conclusiones y propuestas, derivadas de la investigación.

Capítulo I. El proceso de financiarización.

1.1 Introducción

Durante los últimos treinta años, la economía mundial ha experimentado profundas transformaciones, resultado principalmente de tres fenómenos: el neoliberalismo, la globalización y la financiarización. El primero de ellos ha sido la expresión ideológica, que ha permitido la creciente importancia de la esfera financiera, a través de la internacionalización del capital, derivada de la globalización de los mercados. Es decir, fenómenos estrechamente vinculados, que han configurado una nueva etapa del sistema económico, caracterizada principalmente por un extraordinario crecimiento del sector financiero, en términos de empleo, ganancias, tamaño de las instituciones y mercados.

Magdoff y Sweezy (1969), denominan como “capitalismo financiarizado” a esta etapa, en la que las ganancias se persiguen vía canales financieros, y ya no, a través de los relacionados con la producción y distribución.² Así, el proceso de financiarización ha representado una profunda transformación para las economías capitalistas, cuyo origen se remonta a los problemas de acumulación real de principios de los setenta. Las actividades financieras se han extendido a nuevas áreas económicas de la vida cotidiana: vivienda, pensiones, becas, consumo, etc. Con lo que se han abierto nuevas opciones de inversión y por lo tanto, para la obtención de ganancias. En el transcurso, son diversos los factores que contribuyeron a dicho crecimiento del sector financiero, por ejemplo, la desregulación de instituciones y mercados financieros; procesos de privatización (tanto de actividades, como de activos); y constantes innovaciones en materia financiera. Dichos factores, de acuerdo con Lapavitsas (2009) le han permitido a este sector, desligarse paulatinamente del sector productivo, al grado de que éste, cada vez, le es menos necesario para la obtención de ganancias; configurándose una de las más recientes características del sistema financiero internacional.

A partir de 1980, es claro el aumento de los activos financieros en el mundo; en dicho año representaban un valor de 12 billones de dólares, y para 2006 su valor ya era de 167 billones. De igual forma, la proporción entre estos y el Producto Bruto Mundial ascendió de 109% en 1980, a 201% en 1990, 294% en 2000 y 346% en 2006 (véase anexo 1). Y en el caso de las economías desarrolladas, dichos activos pasaron de 3.9 billones de dólares en 1995, a 23.6 billones en 2006; mientras que la participación de los mercados emergentes en el total de activos financieros, aumentó de 6% en 1995, a 14% en 2006 (McKinsey, 2008).³

Y es que, si bien es cierto que el proceso de financiarización tiene su origen en países desarrollados, este ha logrado adquirir una dimensión global, modificando también la dinámica de los países subdesarrollados. Un ejemplo de ello, es el cambio que experimentó en dichos países, la relación entre el sector financiero y el Estado, específicamente en el actuar de los bancos centrales, que adoptaron como principal objetivo, la estabilidad de precios, con el afán de propiciar un ambiente adecuado para la inversión extranjera, que en cierta medida, tuvo como destino final el sistema financiero de estos países.⁴ Lo que de

² El análisis mensual de Magdoff y Sweezy (1969), del comportamiento económico global durante treinta años, representa uno de los primeros esfuerzos empíricos por mostrar la existencia del proceso de financiarización.

³ En el anexo 2, se muestra la proporción de las transacciones financieras respecto al PIB, de 1995 a 2011, para tres países: Estados Unidos, Canadá y México; y en todos los casos el crecimiento de dicho indicador es notable.

⁴ Enormes flujos internacionales de capital salieron de los países desarrollados en busca de mercados rentables y se orientaron hacia los países en desarrollo, tan sólo en el año 2000, los flujos de capital privado hacia estos países representaban 74 800 MMD y, para 2007, la cifra ya era de 605 000 MDD (FMI, 2008).

acuerdo a diversos autores representa uno de los factores responsables de la fragilidad financiera, que ha caracterizado a las economías subdesarrolladas en las últimas décadas.⁵

Sin embargo, el notable desarrollo que ha experimentado el sector financiero, también ha generado cambios en el funcionamiento de las empresas y en diversos aspectos de índole social. Ya que se ha visto alterada la composición del financiamiento de las empresas, dado los cambios en el destino del crédito otorgado por el sector bancario; con lo que el sector productivo se ha visto afectado; y con ello, los niveles de empleo, salario y calidad de vida de la población.

Es decir, el proceso de financiarización presenta múltiples efectos, a nivel macro y microeconómico; además, ante las recientes crisis financieras que han azorado a la economía internacional, se ha vuelto objeto de un creciente interés. De hecho, dicho proceso es uno de los aspectos centrales para explicar la crisis financiera de 2008, cuyo origen inmediato se encuentra en el seno del sistema financiero, pero sus raíces son más profundas; y en este sentido, cabe señalar que el proceso de financiarización implica el estudio y comprensión de los efectos derivados de la relación entre el sector financiero y el productivo; que durante las últimas tres décadas se ha visto alterada, debido a la sobredimensión del primero sobre el segundo. Cabe señalar, que para países subdesarrollados, dicho proceso no carece de importancia, ya que a pesar de contar con sectores financieros relativamente pequeños, en relación con el tamaño de sus economías; son susceptibles a los diversos efectos negativos que representa una crisis financiera; como quedó evidenciado en 2008, cuando estos países registraron considerables caídas en su producto interno bruto; en el caso México, dicha caída fue de 6.1%.

Este proceso constituye uno de los principales temas de debate entre la comunidad académica, sin embargo, los trabajos que lo abordan desde la perspectiva de los países subdesarrollados, son relativamente escasos, y en este sentido México no es la excepción. Y es que la mayoría de los autores interesados en el tema, no solo fijan su atención en países como Estados Unidos, Inglaterra, Francia y Alemania, en donde el sector financiero presenta un mayor desarrollo; sino que generalmente abordan el tema desde la perspectiva del sector financiero, relegando a segundo plano los efectos que implica el proceso de financiarización sobre el sector productivo, es decir, no se profundiza en la relación de ambos sectores. Y es justamente, el análisis de dicha relación, lo que guía a la presente investigación.

Por lo tanto, bajo la premisa de que el primer paso para la solución de todo problema, es su correcta identificación, a continuación se describen las principales características del proceso bajo análisis. Lo que contribuirá a la correcta comprensión de su naturaleza, origen y efectos.

1.2 Definición del proceso de financiarización económica

A lo largo de la década pasada, las publicaciones sobre el proceso de financiarización económica se han multiplicado, y con ello las definiciones al respecto. De acuerdo con Epstein (2005), el término hace referencia a la creciente importancia de los motivos, mercados, actores e instituciones financieras que operan en las economías nacionales e internacionales. Para Aglietta y Bretton (2001), se refiere al hecho de que el mercado de

⁵ Con el objetivo de atraer flujos de capital extranjero, los gobiernos de los países en subdesarrollo se ven obligados a adoptar una serie de políticas monetarias y fiscales restrictivas, lo cual implica un presupuesto equilibrado, la reducción del gasto fiscal y un compromiso previo de mantener elevados los tipos de interés real; medidas que comprometen la estabilidad económica de los países.

acciones se haya constituido como la fuerza dominante del "nuevo sistema financiero", que a su vez define el régimen de crecimiento. Stockhammer (2004), Crotty (2005), Skott y Ryoo (2008), destacan los efectos macroeconómicos de la financiarización y han utilizado el término para describir los cambios entre las relaciones del mercado financiero y la economía en su conjunto. Por su parte, Arrighi (2003), Harvey (2007) y Lapavitsas (2009) identifican el origen del término, en el proceso de acumulación capitalista, y le dotan de un sentido negativo, dado que consideran se trata de un proceso que guarda estrecha relación con la crisis de sobreacumulación del capitalismo. De hecho, para Lapavitsas (2009), el término se refiere a una serie de "aspectos dañinos", implícitos en la reciente transformación del sistema financiero.

Por su parte, Chesnais (2003) considera que a partir de mediados de los años ochenta el capital financiero ha adquirido una trascendencia que le permite influir significativamente en el nivel y la orientación de las inversiones, así como en la estructura y la distribución de la renta; por lo que plantea la hipótesis de que el régimen de acumulación que podría erigirse como sucesor del régimen fordista, sería un régimen estructurado en torno a unas relaciones, cuyo origen estaría más lejos del contexto de la producción y más cerca del ámbito financiero; al que tentativamente denomina como, régimen de acumulación financiarizado.

Así, generalmente se ha utilizado dicho término para describir aquella situación en la que el capitalismo en su conjunto transita de actividades relacionadas con el sector real, hacia actividades propias de la esfera financiera, lo que de acuerdo con Duménil y Lévy, (2004) obedece principalmente al diferencial creciente entre la tasa de rendimiento de las actividades relacionadas con el sector real y las del ámbito financiero, siendo estas últimas las que han ofrecido mayores beneficios en décadas recientes. En el mismo sentido, Arrighi (1999) y Aglietta (2000), describen a la financiarización como un nuevo patrón de acumulación, en el que se prioriza al sector financiero, que por ende, ha adquirido un creciente poder económico y político, alterando su relación con los demás sectores económicos. Y es precisamente, dicha situación la que de acuerdo a Ponssard (2002), ha propiciado una serie de cambios en la gestión empresarial, que pueden resumirse en el hecho de haber adoptado la lógica financiera como directriz.

Así, el proceso de financiarización se presenta como un tema complejo, que abarca distintos aspectos de la actividad económica. Sin embargo, considerando los objetivos del presente trabajo; dicho proceso debe ser entendido, como el abrupto desarrollo de la esfera financiera, respecto a la productiva; responsable de una serie de cambios, no solo en el ámbito financiero, sino también en las unidades cuya actividad principal no es de índole financiera, es decir, se trata de un proceso que altera la relación entre los dos sectores involucrados. El sentido y la naturaleza de dicha relación, para el caso de la economía mexicana, es justamente lo que se analizará a lo largo de la presente investigación.

Sin embargo, es importante señalar que en el presente trabajo se adopta la perspectiva, que considera que a través del proceso en cuestión, emerge la primacía de las finanzas en la dinámica macroeconómica y en las prioridades de empresas, hogares y administraciones públicas. Con lo que se gesta un nuevo patrón de acumulación, en el que los beneficios obtenidos a través de canales financieros, adquieren mayor importancia, frente a los relacionados con el comercio y la producción de mercancías, lo que genera múltiples efectos

económicos.⁶ De acuerdo con Orhangazi (2008) tales efectos, que pueden ser de carácter cualitativo y cuantitativo, operan mediante tres vías: modificando la estructura y operación de los mercados financieros; alterando el comportamiento de las empresas no financieras; e influyendo en la política económica de los países. Cabe señalar, que el presente trabajo se abocará a la segunda de dichas vías, es decir, al análisis de la relación entre los dos sectores involucrados.

Dadas las características propias del tema, es comprensible que este haya sido abordado desde distintos enfoques. Para los autores poskeynesianos, el proceso de financiarización es exclusivo de la macroeconomía, siempre subordinado al crecimiento económico, la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky (1986) es un buen ejemplo de ello. Resulta interesante la forma en que han identificado los vínculos entre dicho proceso y la economía real, dado que han centrado su análisis en la variación del nivel salarial (Arestis, 2001; Eatwell, 2000; Kregel, 2007; entre otros).

Por su parte, algunos autores regulacionistas, consideran a la liberalización financiera, como el motor institucional de los cambios más importantes del régimen de crecimiento (Aglietta, 2005; Rebeiroux, 2003; Orlean, 1999; entre otros). Y aunque han hecho esfuerzos por identificar y analizar las repercusiones de dicho proceso sobre la lógica empresarial; se han centrado principalmente en los efectos de índole macroeconómico e institucional. A diferencia, de los autores provenientes de la economía de la empresa (Coutrot, 1998; Hancké, 2006, Sauviat, 2001; entre otros), que han profundizado su análisis en los vínculos entre el proceso de financiarización y los cambios acontecidos en la gestión empresarial, enfatizando que actualmente, ésta se encamina a garantizar el crecimiento del valor bursátil de la empresa y no, la productividad de ésta.

En el caso de la escuela de pensamiento marxista; cabe señalar que Marx (1894) abordó determinados aspectos del tema, al identificar y analizar los riesgos de las actividades de índole especulativa, principalmente el relacionado con el capital ficticio, capaz de obstaculizar el otorgamiento de crédito bancario al sector productivo, en aras de salvaguardar la ganancia y propiedad del banquero e inversionista.⁷ Por lo tanto, resulta comprensible que autores como Husson (2008), Dúmenil y Levy (2004), entre otros; hayan centrado su atención en la naturaleza y el origen del proceso, al que consideran como la respuesta del capital ante la caída de la tasa de ganancia, en el marco de la crisis de acumulación, iniciada en los años setenta.⁸ Además, destacan el efecto que dicho proceso ha tenido sobre el salario, al relegarlo a variable de ajuste del sistema, lo que explica el fuerte retroceso del que ha sido objeto. En el mismo sentido autores como Black, Gospel y Pendleton (2005) han descrito las transformaciones que ha sufrido la organización laboral, principalmente, la dinámica de los sindicatos. Y recientemente, han comenzado a desarrollarse líneas de investigación relacionadas con los efectos secundarios del proceso, por ejemplo, el papel del crédito como

⁶ La idea de un “nuevo esquema de funcionamiento macroeconómico”, ha sido mencionada por otros autores que la han nombrado de diferentes maneras: régimen de crecimiento dirigido por las finanzas (Boyer, 2000), economía mundial financiarizada (Epstein, 2005), régimen de acumulación financiarizado (Chesnais, 2003), capitalismo accionario (Plihon, 2004), capitalismo financiero (Batsch, 2002), en todos los casos se busca señalar la nueva dinámica de la economía mundial.

⁷ “Todo lo que facilita los negocios, facilita también al especulación; ambos van, en muchos casos, tan íntimamente unidos, que resulta difícil decir donde acaban los negocios y donde empieza la especulación” (Marx, 1894).

⁸ Ante el pobre desempeño de la tasa de crecimiento de la economía real, el capitalismo se ha vuelto cada vez más dependiente de las ganancias provenientes de las actividades financieras, para poder incrementar el capital (Dúmenil y Levy, 2004).

sustituto del salario; en este sentido, resultan notorios los trabajos de Gauron (2000) y Lordon (2000).

A pesar de la diversidad de enfoques desde los que ha sido analizado el proceso de financiarización, es posible identificar algunas ideas generales, presentes en la mayoría de los trabajos hasta ahora citados y que hacen referencia a las características esenciales de este; por ejemplo: la primera de ellas, se refiere a la concepción y origen del mismo, existe cierto acuerdo sobre el hecho de considerarlo como resultado de la nueva era de cambios macroeconómicos, iniciada durante la primera crisis del petróleo en 1973, que marcó el fin del largo auge de posguerra; desde entonces, la acumulación real ha tenido un aumento precario, a diferencia del sector financiero que ha crecido de manera constante en términos de empleo, utilidades y tamaño de las instituciones y los mercados; lo que en gran medida obedece a que se han llevado a cabo procesos de desregulación, cambio tecnológico e institucional, innovación y expansión. Lo anterior, se ha reflejado en una mayor presencia de actividades relacionadas con el sector financiero en la dinámica económica de los países, no sólo desarrollados, sino también en los subdesarrollados.

La segunda, se refiere al incremento en la adquisición de activos financieros, principalmente de corto plazo, por parte de empresas no financieras. Lo que de acuerdo con (Epstein, 2005), obedece a la búsqueda de nuevos canales para la obtención de mayores ganancias, en periodos de tiempo cada vez más cortos. A lo que ha contribuido la revolución tecnológica en el campo del procesamiento de la información y las telecomunicaciones, dado sus repercusiones en la esfera de la circulación. Por otro lado, autores como Eatwell (2000) consideran que dicha lógica también ha permeado en la actividad bancaria, dado que los bancos han visto alterada su función integradora, de recopilar información, y transferir recursos mediante la sociedad, con la intención de promover la inversión productiva; principalmente, debido a los avances en el campo de la ingeniería financiera. Lo que a su vez, ha modificado los canales tradicionales de financiamiento y obtención de ganancias de las empresas no financieras.

Lo anterior, en el marco de profundos cambios institucionales y políticos, entre los que destaca la desregulación del sistema financiero, y el reemplazo del keynesianismo, característico del largo auge de posguerra; por el modelo neoliberal de crecimiento. A partir de ello, el sector financiero, no solo presenta un notable crecimiento, sino que de acuerdo con autores como Sweezy (1994), Foster (2007) y Stockhammer (2009), comenzó un “efecto sustitución” de la inversión productiva, por la de índole financiera; gestándose una relación inversa entre el sector financiero y el real; que constituye la tercera de las ideas generales, y a la que se atribuye gran parte de los cambios recientes en el panorama económico internacional.

1.3 Génesis y consolidación del proceso.

La crisis de los años setenta se pareció desde muchos puntos de vista a la de 1930; no se redujo a un incidente pasajero, se trató de un fenómeno profundo, con efectos de largo plazo, es decir, una crisis estructural, cuyos primeros signos aparecieron en Estados Unidos a finales de los años sesenta. Dicha crisis se materializó en una serie de efectos negativos, por ejemplo: el crecimiento y el progreso técnico resultaron afectados; se registraron elevados índices de inflación, no sólo en la economía norteamericana, sino también en otros países desarrollados; los salarios quedaron estancados; se gestó un problema de desempleo a gran escala; y la tasa de ganancia se derrumbó. De hecho, para Epstein (2005) es precisamente, en

los efectos que dicha crisis generó sobre el nivel de rentabilidad, donde debe buscarse el origen del proceso de financiarización.

Al respecto, son diversas las explicaciones teóricas, sin embargo, es posible agruparlas en tres principales teorías: la primera, lo considera como una etapa, de las que constituyen una onda larga; responsables del comportamiento cíclico de la Economía, es decir, no se trata de un “capitalismo particular”, sino que forma parte de su comportamiento natural. En esto último, Arrighi (1994, 2003, 2005) difiere, ya que para este autor se trata de la fase que marca el final de la hegemonía económica en turno, y no sólo de un periodo de auge; argumenta que las condiciones económicas que precedieron a la caída de los dos últimos países hegemónicos, comienzan a configurarse nuevamente, por ejemplo, cambios en el funcionamiento de la economía real (negativos), reducción del poder de la nación hegemónica y un reclamo generalizado de la sociedad que padece los costos de la sobredimensión de la esfera financiera.

La segunda teoría, considera que el proceso de financiarización es resultado de las medidas de política económica promovidas por el paradigma neoliberal, es decir, se trata de una variante perversa del capitalismo, que fue la respuesta al estancamiento del sector productivo, que amenazaba las ganancias del capitalista. De acuerdo con diversos autores (Crotty, 2005; Sweezy, 1997; Amin, 1996), este proceso explica en gran medida las características del modelo neoliberal: lento crecimiento de los niveles de empleo; endeudamiento creciente de los países subdesarrollados y de la sociedad en general; política fiscal restrictiva, derivada de la promoción por parte de los organismos internacionales de programas de austeridad; y bajos niveles de crecimiento económico.

Y finalmente, la teoría, para la cual, el proceso de financiarización es resultado de la evolución de la esfera financiera; es decir, de la gran cantidad de recursos que circula en los mercados financieros en busca de mayores rendimientos. Lo que ha sido posible, gracias a la globalización financiera que se ha desarrollado de forma vertiginosa en los últimos treinta años, y cuyos efectos no se han limitado al ámbito financiero, sino que también han modificado la dinámica del sector real. Principalmente, porque se ha promovido una mayor participación de las empresas no financieras en actividades de carácter financiero, con lo que se ha alterado la lógica de estas, que han dejado de comportarse como unidades de producción, y han adoptado un comportamiento más parecido al de los agentes financieros. De esta manera, la financiarización es causa y no consecuencia del periodo de baja acumulación que siguió a los años de posguerra, dado los efectos negativos que ha significado para la inversión real (Stockhammer, 2004).⁹

Sin embargo, en lo referente al origen geográfico del proceso en cuestión, la mayoría de los autores interesados en el tema, lo ubican en las economías desarrolladas, específicamente, en la estadounidense. Por lo tanto, consideran que la revisión histórica debe partir del periodo inmediato posterior a la crisis de 1929, dado que en dicho periodo se llevaron a cabo una serie de cambios en el ámbito financiero, encaminados a incrementar su regulación; por ejemplo, a través del Acta Bancaria de 1933, se creó la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) con el objetivo de contrarrestar pánicos bancarios; se separó a las empresas de valores, de los bancos comerciales; y se prohibió a estos últimos garantizar créditos con fines especulativos, así como el pago de intereses con depósitos. Sin

⁹ Para mayor profundización en la discusión sobre la naturaleza del proceso de financiarización, se recomienda la revisión de las siguientes fuentes: Orhangazi, 2008; Krippner, 2005; Stockhammer, 2004; Arrighi, 1999 y Froud, 2006.

embargo, de acuerdo con Wray (2007) las instituciones financieras respondieron a cada una de estas medidas regulatorias, innovando, estableciendo nuevas prácticas e instrumentos que pudieran evadir dicho marco regulatorio; y con el tiempo, la tendencia hacia comportamientos de índole especulativa no solo fue creciente, sino que se volvió prácticamente imposible de atenuar.

En 1944, la conferencia de Bretton Woods marcó el fin del nacionalismo económico, e impuso la noción de mercados abiertos, además de dar origen al Fondo Monetario Internacional (FMI) y al Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF); lo que dio inicio a una serie de cambios en la relación de los países y el sistema financiero internacional, bajo la lógica de permitir una interacción más laxa. Sin embargo, la profundización de dichos cambios, se llevó a cabo veinte años después, es decir, tras la costosa crisis de los países desarrollados durante la década de los setenta, y ante la cual, estos optaron por dejar de lado las políticas de corte keynesiano; lo que supuso una transformación estructural, que no sólo modificó el modelo económico imperante en dichos países, sino que alteró el contexto internacional.

En el caso de la economía estadounidense, dicha crisis implicó una serie de efectos negativos, tanto en el ámbito productivo, como en el financiero; en el primero, redujo los beneficios empresariales, y por ende los dividendos entre accionistas, mientras que en el segundo, desató un proceso inflacionario que menguó el valor de las inversiones financieras. Ante tal situación, el sector empresarial decidió parapetarse tras la ideología neoliberal, que ante la incapacidad de las políticas de corte keynesiano para solucionar el problema, se presentaba como la mejor opción (Duménil y Levy, 2005). Es decir, en cierta medida, como resultado de la presión ejercida por los sectores industrial y financiero, se llevaron a cabo una serie de cambios en términos de política económica, así como una reestructuración de la dinámica económica y de las instituciones; gestándose la llamada “revolución conservadora”, que contó con el apoyo del presidente norteamericano Ronald Reagan, la primera ministra británica Margaret Thatcher y el canciller alemán Helmut Kohl.

Dicha “revolución” estuvo compuesta por una serie de políticas que Huffschmid (2002) denomina como “contrarreformas neoliberales”, y cuyo principal objetivo fue revertir la tendencia de la rentabilidad, a través de recomponer las condiciones propicias para ello. Entre dichas medidas, se encuentran: una generalizada privatización, liberalización financiera y apertura comercial irrestricta de las distintas economías.¹⁰

En el ámbito financiero, la “reinterpretación” de la Ley Glass-Steagall en 1986, representó la consumación de los distintos esfuerzos por desregular las actividades en dicho sector. Por ejemplo, se les permitió a los bancos comerciales generar el 5% de sus ingresos brutos en operaciones de banca de inversión; llevar a cabo ciertas actividades de compra-venta de papel comercial, bonos municipales y valores respaldados por hipotecas; y posteriormente se les autorizó vender acciones y emisiones de deuda, con límites cada vez más holgados (Davidson, 2009). Finalmente, en 1999 con el apoyo de la mayoría de la cúpula política estadounidense la Ley Glass-Steagall fue derogada, y en cambio, se aprobó la denominada Gramm-Leach-Bliley.

¹⁰ Huffschmid (2002) denomina a las reformas estructurales como “contrarreformas neoliberales”, con la intención de mostrar que la ofensiva del capital es precisamente contra aquellas reformas conquistadas por la clase trabajadora al finalizar la II Guerra Mundial (pleno empleo, salarios crecientes, empleos estables, seguridad social, pensiones públicas, servicios sociales públicos, etc.).

Esta nueva reglamentación permitió que bancos de cualquier tamaño pudieran involucrarse en una gama más amplia de actividades financieras, ofreciendo productos y servicios sin restricciones regulatorias. Los bancos comerciales expandieron su radio de actividades en mercados restringidos a los bancos de inversión; y estos a su vez, se involucraron en actividades reservadas a bancos comerciales. Junto a la serie de modificaciones hechas a la estructura institucional regulatoria, se llevaron a cabo dos cambios importantes referentes a los bancos centrales: se les dotó de autonomía, y su concentración, en muchos casos exclusiva, en el control de la inflación.

El proceso de liberalización y desregulación de los mercados financieros internacionales, significó la eliminación de las restricciones que se habían impuesto al desarrollo especulativo y cuasi autónomo de las finanzas durante el periodo keynesiano; lo que propició una mayor demanda de productos financieros, como mecanismo de manutención y extensión de ganancias, obligando a las instituciones financieras norteamericanas a emitir una serie de nuevos instrumentos financieros: futuros, opciones, derivados, fondos de cobertura, etc.¹¹ De esta manera, la liberalización financiera constituyó un proceso indispensable para el de financiarización, y a su vez, éste afianzó al primero, es decir, se trata de procesos complementarios.

Las reformas políticas, económicas y monetarias llevadas a cabo durante este periodo, configuraron paulatinamente una de las problemáticas que caracterizaría a la economía estadounidense durante las décadas siguientes: especulación financiera; que aunada al estancamiento económico de los primeros años del siglo XXI, es responsable de la crisis financiera de 2008. Y es que en tal situación, las empresas se tornaron cada vez más dependientes del sector financiero, en términos de ganancias, es decir, el desarrollo de dicho sector terminó por gestar periodos de gran especulación; que representan uno de los mayores problemas de la economía contemporánea.¹²

Así, de acuerdo con Sweezy (1989), es posible describir la evolución de la economía estadounidense a partir de las denominadas “tres tendencias implícitas del capitalismo moderno”: la primera se refiere a la aparición de empresas con capacidad de control sobre el mercado, mismo que se traduce en poder financiero, y que a su vez les permite obtener mayores beneficios, gestándose un proceso de financiarización, que constituye la segunda de dichas tendencias. Lo anterior reduce la inversión destinada hacia actividades realmente productivas, con lo que se limita la acumulación de capital, y con ello se frena el crecimiento y el desarrollo económico, configurándose la última de las tendencias.

Y es que de acuerdo con Dúmenil y Levy (2005), sin importar el grado de expansión del proceso de financiarización, éste no ha sido capaz de resolver el estancamiento del sector real estadounidense. Y si bien es cierto que dicho proceso fue responsable en cierta medida de la relativa recuperación económica en la década de los noventa, también es cierto que resultó insuficiente, si se considera que no pudo igualar la tasa de acumulación y crecimiento alcanzada durante el periodo de posguerra, y con ello dar inicio a un periodo largo de prosperidad sostenida.

¹¹ El objetivo inicial de la profusión de instrumentos financieros fue asegurar los riesgos cambiarios y financieros, pero luego se convirtieron en fuente de especulación financiera (Salama, 1998).

¹² Desde un enfoque postkeynesiano el comportamiento de los mercados financieros es irracional y presenta una serie de vicios en su funcionamiento, como la incertidumbre que impera en ellos y la fragilidad constante en la que actúan los inversionistas, dichos vicios se ven potenciados cuando se transita de estructuras financieras estables a estructuras desreguladas.

Así, a partir de las distintas reformas señaladas se fue configurando el notable crecimiento del sector financiero, sin embargo, su consolidación obedeció principalmente a la globalización de los mercados de dinero y capitales, que tomó impulso durante la década de los ochenta, debido a diversos factores, entre los que destacan: la acumulación de grandes masas de ahorro de los países exportadores de petróleo y su reciclaje en activos financieros, el crecimiento de los fondos de pensiones de las economías desarrolladas; la consolidación de grandes corporaciones privadas, industriales y de servicios, cuyas cajas de tesorería engrosaron de forma notable; la desregulación de los principales mercados financieros del mundo, que permitió a los llamados inversionistas institucionales (sociedades mutualistas, bancos de inversión y comerciales, corporaciones privadas, compañías de seguros) operar fuera de los segmentos en los que anteriormente se dividían los mercados, en función de la especialización de actividades; la liberación de los movimientos de capital en la mayoría de los países del mundo, en particular en los llamados mercados emergentes, y la revolución tecnológica en materia de telecomunicaciones, y sistemas de cómputo.

Y es que a partir del avance de las redes electrónicas y los sistemas de procesamiento de la información fue posible la integración horizontal de los mercados bursátiles que operan de manera ininterrumpida y se entrelazan automáticamente. Además, se desarrollaron y perfeccionaron nuevos instrumentos bursátiles, más allá de los tradicionales bonos, acciones y el papel comercial de corto plazo, que permitieron la integración vertical de los mercados (el presente con el futuro). Y es que si bien es cierto que desde la década de los setenta los banqueros y agentes de bolsa habían desarrollado nuevas modalidades para la operación de futuros, opciones y derivados sobre la deuda gubernamental y corporativa, incluida la flotación de bonos respaldados con el flujo de pago de las deudas hipotecarias. Cabe señalar, que la invención de fórmulas para dispersar riesgos, tuvo su auge durante la década de los noventa y los primeros años del siglo XXI.

Además, debe considerarse la abrupta expansión del crédito que tuvo lugar a partir de la década de los noventa, resultado de una política de bajas tasas de interés, que de acuerdo con Lapavitsas (2011) guarda estrecha relación con la crisis de 2007-08; ya que implicó una serie de modificaciones para la banca comercial, por ejemplo, su principal fuente de utilidades ya no se limitó al margen financiero, sino que las comisiones cobradas por el otorgamiento de créditos, y los honorarios por la venta de estos a distintas entidades financieras, adquirieron una creciente importancia. A este cambio de modelo de operación bancaria, le acompañaron nuevos agentes institucionales, instrumentos y mercados, todos operando bajo un esquema de escasa o nula regulación; situación que a la postre permitiría una serie de actividades de alto riesgo, por ejemplo, instituciones financieras que toman dinero prestado a corto plazo en mercados revolventes, se apalancan significativamente y prestan e invierten a largo plazo en activos ilíquidos; entre otras actividades de elevada incertidumbre.

En resumen, la globalización financiera ha sido la tónica del desarrollo del sistema económico internacional durante las últimas décadas; impulsada por el progreso tecnológico en materia de información, la constante innovación financiera y la liberalización casi universal de los mercados de dinero y capital. Sin embargo, con el tiempo se han configurado una serie de problemas en el sistema financiero internacional, por ejemplo, la concentración de las operaciones en ciertas empresas, lo que termina por otorgarle a sus decisiones de inversión, un mayor grado de relevancia; con lo que el riesgo de dichas decisiones ya no sólo recae en los accionistas de la empresa en cuestión, sino que sus efectos adquieren un alcance mayor; por lo que a la inestabilidad característica del sistema, se suma un riesgo sistémico,

que constituye uno de los aspectos del sistema financiero que más interés ha generado entre los estudiosos del tema.

1.4 La relación entre el sector financiero y el productivo.

Como ya se ha dicho, durante las últimas décadas, se ha llevado a cabo una serie de reformas en el ámbito financiero, entre las que destacan: la liberalización financiera, la privatización progresiva de las coberturas sociales, la desregulación de los mercados, y la internacionalización del capital financiero.¹³ Los efectos derivados de dichas reformas, han dado inicio a un debate sobre la verdadera naturaleza de la relación entre el sector financiero y el productivo.

En este sentido, es posible identificar tres principales posturas: la primera, considera que el desarrollo del sector financiero tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico, por lo tanto, un proceso de liberalización financiera, no sólo implica la expansión de dicho sector, sino que conlleva una mejor asignación de los recursos entre las diferentes ramas económicas, privilegiando los proyectos de inversión más rentables y con mejores perspectivas de éxito. Esto, porque se supone que los mercados financieros llevan a cabo una evaluación de rentabilidad de los proyectos económicos, por lo que el nivel de riesgo se reduce considerablemente. Por lo tanto, no solo, no existe espacio para los riesgos inherentes a la especulación; sino que los flujos de capital propician una redistribución a escala global de la inversión, dado que esta se dirige hacia los países que ofrecen mayores utilidades, contrario a lo que sucede si se implementan restricciones nacionales a los movimientos de capital, ya que se limita y distorsiona el desarrollo financiero, obstaculizando la función primordial de dicho sector: canalizar el ahorro, hacia las empresas y gobiernos que necesiten financiamiento; favoreciendo la inversión productiva; lo que a su vez promueve el crecimiento y desarrollo económico (Goldsmith, 1969; McKinnon, 1973; Shaw, 1973; Odedokun, 1996; Levine, 2004).¹⁴

Bajo dicha lógica, la reducción del costo de capital y el incremento de la eficiencia en la asignación de los recursos, constituyen los principales canales a través de los cuales, el desarrollo del sector financiero repercute sobre el productivo de manera positiva.¹⁵ Sin embargo, autores como Stockhammer (2009) y Orhangazi (2008), consideran que la evidencia empírica no valida la existencia de dicha relación positiva entre sectores. De acuerdo con estos autores, si bien es cierto que el sector financiero desempeña un papel esencial como promotor del crecimiento económico; el abrupto desarrollo de éste durante las

¹³ Resulta pertinente resaltar el papel que desempeñaron los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) en la consecución de las reformas señaladas. En el caso de los países subdesarrollados, también las instituciones financieras privadas tuvieron una injerencia considerable al respecto; primero, porque permitieron a dichos países refinanciar su deuda externa en términos y condiciones más favorables al capital privado; y segundo, porque promovieron la liberalización de la cuenta de capital, con lo que dio inicio la afluencia de capitales a los países subdesarrollados. Lo anterior quedó plasmado en el Plan Brady.

¹⁴ Mckinon y Shaw son los autores de la llamada "Teoría de la represión financiera", según la cual; restringir el funcionamiento del sistema financiero tiene un efecto negativo sobre la economía, debido a que se genera una ineficiente asignación de los recursos.

¹⁵ Se debe tener en cuenta que el desarrollo del sector financiero queda sujeto al proceso de liberalización financiera, que deberá llevarse a cabo considerando las condiciones de índole económica, social, financiera y gubernamental, de cada país; ya que esto determinará el éxito o fracaso de dicho proceso. Por ejemplo, los países con un sector bancario desarrollado cuentan con mejores condiciones para generar proyectos de inversión que puedan impulsar el crecimiento económico, debido a la mayor disponibilidad de recursos financieros (Xu, 2000).

últimas décadas, ha terminado por desvirtuar su función como fuente de financiamiento para las actividades productivas, al grado de invertir la relación entre sectores, originalmente positiva. De esta manera, se configura la segunda de las posturas teóricas sobre la naturaleza de la relación entre ambos sectores; es decir, se considera que dicha relación es de carácter negativo, lo que explicaría en cierta medida el riesgo sistémico y los problemas de especulación que han caracterizado a la economía mundial durante los últimos años.

Esta postura tiene implícita la idea de que la inversión financiera termina por sustituir a la productiva, dado que los recursos disponibles de las empresas no financieras pueden ser invertidos en activos financieros o reales, dependiendo de la rentabilidad ofrecida por cada uno de ellos. Así, en periodos en los que los activos financieros ofrezcan tasas de rentabilidad superiores a las de los proyectos de inversión productiva, una mayor cantidad de recursos serán invertidos bajo la forma de capital financiero; limitando los disponibles para inversiones productivas. Por lo tanto, una mayor compenetración entre sectores, no necesariamente debe traducirse en efectos positivos para la actividad productiva, de hecho, si la lógica prevaleciente es la de la rentabilidad máxima, probablemente los capitales fluyan a la esfera financiera; lo que de acuerdo con Krippner (2005), explica que el peso de las finanzas en la lógica empresarial sea cada vez mayor, hasta el punto de volverse dominante, y es entonces, cuando el desarrollo del sector financiero condiciona el del productivo.

Lo anterior, según Orhangazi (2008) obedece en cierta medida al funcionamiento de los mercados financieros, cuya perfección parece basarse más en aspectos teóricos e ideológicos, que en hechos reales.¹⁶ En este sentido, Stiglitz (2002) considera que un proceso de liberalización financiera incrementa la volatilidad de los mercados financieros, lo que a su vez genera un mayor riesgo para la inversión; con efectos negativos sobre la tasa de crecimiento de la economía real. Además, de acuerdo con este autor, debe considerarse el hecho de que una vez iniciado un periodo de crisis o recesión financiera, la inversión en investigación, infraestructura y la destinada a incrementar la productividad, inmediatamente se reduce, limitando aún más el crecimiento de largo plazo.¹⁷

De acuerdo a esta segunda postura, para que un proceso de liberalización financiera se traduzca en un menor costo del capital para las empresas; en una mejor eficiencia de los mercados financieros; y por ende en mayores tasas de crecimiento económico, es necesario que esté acompañado de crecientes flujos de capital extranjero; para lo cual, los países deben implementar una serie de medidas que atentan contra su estabilidad macroeconómica; por ejemplo: una tasa de interés por arriba de lo recomendable y un tipo de cambio fijo. Además, se debe considerar la composición de dichos flujos; ya que si predominan los de largo plazo, dirigidos a la inversión real; en efecto contribuirán al crecimiento del sector real, pero si por el contrario, están constituidos por capitales de corto plazo, el efecto será el opuesto, ya que estos son responsables de generar periodos de gran inestabilidad, lo que termina por afectar negativamente a la inversión productiva.

Finalmente, la tercera de las posturas, sostiene que no existe relación alguna entre el desarrollo de ambos sectores (Robinson, 1952 y Lucas, 1988). Sin embargo, ante los diversos

¹⁶ Entre los aspectos que impiden el “correcto” funcionamiento de los mercados se encuentran: la información asimétrica y la competencia imperfecta (VanWinjbergen, 1983).

¹⁷ Además, para Levine (1995), el argumento de que la recuperación que presentan la mayoría de los países en el periodo inmediato siguiente a liberalizar sus mercados, probablemente obedezca en gran medida a la fase natural del ciclo económico y no tanto al proceso de liberalización. Es decir, si no se considera lo anterior se corre el riesgo de sobrevalorar el efecto de dicho proceso.

vínculos señalados, la existencia de dicha relación ha dejado de cuestionarse. De hecho, se ha establecido que su importancia es tal, que determina la evolución de ambos sectores. Por lo tanto, el debate debe centrarse en determinar el sentido y carácter de la relación, así como en los efectos que se derivan de ella. En este sentido, es evidente que el sector financiero ha experimentado cambios a raíz de la serie de reformas hechas al sistema financiero internacional, sin embargo, dichas reformas también han modificado al sector productivo; y es justamente a esto, a lo que se le debe prestar mayor atención.

1.5 Efectos macro y microeconómicos.

Como resultado de los recientes periodos de crisis financiera, se ha generado una serie de interrogantes sobre los beneficios de la nueva configuración financiera, asociada al modelo neoliberal de crecimiento; por ejemplo: si el desarrollo de las actividades no financieras, presenta la misma intensidad que el de las financieras; si se ha incrementado la participación de las empresas no financieras en actividades financieras; o si el desarrollo de las finanzas ha significado un incremento de la inversión productiva; entre otras.

Las respuestas a dichas interrogantes pueden ser abordadas desde dos enfoques; el primero, propio de los partidarios del modelo neoliberal, que enfatizan las ventajas derivadas del desarrollo de las actividades financieras; señalan que la principal función del sector financiero, es precisamente dotar de financiamiento a la economía en su conjunto, y para ello resulta necesario que los recursos disponibles no permanezcan estáticos, sino al contrario, gocen de completa autonomía, ya que solo de esa manera, podrán fluir a los agentes financieros, encargados de redistribuirlos de manera eficiente entre las diversas opciones de inversión. Por lo tanto, bajo esta lógica, el desarrollo del sector financiero, resulta completamente benéfico para la economía en general.

Por otro lado, el segundo de los enfoques es diametralmente opuesto, ya que señala una serie de elementos que ponen en riesgo la materialización de la lógica anterior, por ejemplo: las elevadas tasas de interés cobradas por los bancos; la obtención de grandes dividendos vía actividades de índole especulativa; la paulatina pérdida de relación entre el valor real de las empresas, y el que ostentan en los mercados financieros; priorizando el segundo, con lo cual, la lógica financiera, se sobrepone a la de índole productiva. Además, autores como Duménil y Levy (2007), sostienen que el desarrollo de la actividad financiera es potencialmente capaz de desviar la inversión productiva, beneficiando únicamente a la inversión de tipo financiera.

De acuerdo con el primero de los enfoques, impulsar un proceso de apertura financiera adquiere mucho sentido, ya que se generan diversos impactos positivos, por ejemplo, se mejora la eficiencia del flujo de recursos, de los países con ahorro, hacia los que presentan escasez de capital, pero que a su vez, cuentan con atractivas oportunidades de inversión; lo que no sólo resulta rentable, sino que también abona a la reducción de los riesgos, en los que incurren los inversionistas, nacionales y extranjeros; debido a que de esta manera diversifican sus activos; y claro, también los países receptores de dichos recursos, resultan beneficiados, dado que gozan de capital disponible para invertir, lo que les permite entre otras cuestiones, mejorar el resultado de su balanza de pagos, en el entendido de que aumentarán sus exportaciones, como resultado del financiamiento al sector productivo nacional. Además, el sistema financiero de estos países se ve beneficiado debido a la sana competencia que se genera entre las instituciones financieras nacionales y extranjeras, dada la exposición al mercado financiero internacional (Levine, 1996 y Poret, 2001).

Sin embargo, de acuerdo con Medialdea (2003), lo anterior, también implica una serie de costos para estos países, en términos de autonomía para la formulación de su política económica; limitando su margen de acción y obligándolos en cierto grado a llevar a cabo medidas que no siempre resultan benéficas a mediano y largo plazo. Desde la óptica de los organismos internacionales dicha restricción representa un beneficio para la economía global, ya que propicia cierta homogeneización en términos de política económica, con lo que se reduce el riesgo de que los países subdesarrollados lleven a cabo medidas irresponsables, que atenten contra la estabilidad económica del orbe. Para Kremp (2008), dicha homogeneización obligó a los países subdesarrollados a garantizar rendimientos financieros, difíciles de sostener, lo que terminó comprometiendo la estabilidad de su sistema financiero, dado que se propició una serie de nuevas estrategias que permitieran cumplir con los rendimientos prometidos; por ejemplo, se orilló a las sociedades no financieras, a cambiar sus opciones de inversión y financiamiento; que pasaron a ser altamente líquidas y supeditadas a la lógica de obtención de rendimientos a corto plazo.

Así, si bien es cierto que tras la implementación de las distintas reformas recomendadas por los organismos internacionales, principalmente el Fondo Monetario Internacional (FMI), los países subdesarrollados recibieron considerables flujos de capital; sin embargo, de acuerdo con Medialdea (2003), las condiciones del proceso y las características de tales flujos, fueron las principales responsables de la crisis de las distintas crisis que experimentaron esos países durante la última década del siglo pasado (México en 1994; el sureste asiático en 1996-1997; Rusia en 1998; Brasil en 1998-1999; Turquía en 2000; y Argentina en 2001-2002).

Para Stockhammer (2009), lo anterior también explica en cierta medida la crisis estadounidense de 2008; con lo que se incrementan las dudas sobre los verdaderos beneficios del proceso de liberalización financiera, así como del de financiarización económica, en términos de crecimiento y estabilidad macroeconómica. Por lo tanto, resulta pertinente analizar con atención, los efectos derivados de ambos procesos, tanto a nivel macro, como microeconómico.

A nivel macroeconómico, son diversos los efectos derivados de dicho proceso, por ejemplo, instrumentos financieros cada vez más opacos, con estructuras complejas, diseñadas para ocultar su riesgo implícito; un proceso de concentración de las operaciones, en determinadas organizaciones, lo que dota de gran influencia económica a sus decisiones; la aparición de inversionistas institucionales que se han convertido en protagonistas de los mercados financieros; la consolidación del riesgo sistémico en el funcionamiento del sistema financiero internacional; mecanismos de supervisión inadecuados, en parte por su incompreensión de los entes supervisados; y finalmente, como resultado de lo anterior, la conformación de un conjunto de entidades, mercados y prácticas, alejadas de cualquier tipo de regulación (Palley, 2008).

De esta manera, según Krippner (2005), el abrupto desarrollo del sector financiero terminó por desvirtuar su principal función, es decir, la de canalizar los recursos ahorrados por los agentes económicos con superávit, hacia los hogares con deseos de consumir por encima de sus ingresos, y principalmente, hacia las empresas dispuestas a invertir. Bajo esta lógica, los bancos eran los principales intermediarios financieros, recogiendo fondos ahorrados en forma de depósitos, y destinándolos a la inversión y al consumo en forma de préstamos. Sin embargo, ante los cambios llevados a cabo en el sistema financiero, dicha lógica también parece haberse modificado; por ejemplo, de acuerdo con Correa y Girón (2004), los mercados financieros se han vuelto aún más sensibles a las señales que indican ganancias o pérdidas

eventuales; por lo que actividades de índole especulativa han sido bien acogidas por las instituciones bancarias, con lo que sus mecanismos para la obtención de ganancias se han desvinculado cada vez más de las bases productivas; lo que ha contribuido a generar un ambiente de fragilidad e inestabilidad en el ámbito financiero.¹⁸ Y es que mientras en las actividades productivas, los capitales presentan un fuerte arraigo, y por ende, su fuga espontánea es poco probable, dado que su eficiencia y rentabilidad queda condicionada al compromiso de largo plazo; en las actividades relacionadas con el ámbito financiero, la lógica es de corto plazo.¹⁹

En este sentido, los inversores institucionales, son un buen ejemplo de dicha lógica, pues se trata de agentes que obtienen grandes rendimientos, a través de actividades especulativas; es decir, los recursos financieros son reinvertidos en actividades financieras, y es precisamente este actuar, lo que termina por reducir la inversión productiva (Duménil y Lévy, 2004).²⁰ Porque ante la constante exigencia que se le hace a la inversión de mantener costos mínimos y una tasa de rentabilidad segura; el capital no encuentra destino suficientemente rentable en la de tipo productiva, y por ende, se desplaza a los diferentes mercados financieros (véase anexo 3). En este sentido, Foster (2007) sostiene que el estancamiento productivo obedece en cierta medida al proceso de financiarización; lo que resulta una contradicción, si se considera que dicho proceso fue parte de la estrategia para revertir la tendencia al estancamiento de las economías desarrolladas a mediados de los setenta.

En el caso de los países subdesarrollados, la década de los noventa es un perfecto ejemplo de los riesgos que guarda un proceso de liberalización financiera, ya que las distintas crisis que experimentaron dichos países, fueron resultado en gran medida de su fragilidad financiera y de la volatilidad característica de los mercados financieros. Además, tras sus respectivos descalabros financieros, estos países debieron lidiar con una pérdida de autonomía en términos de política económica, tanto por la subordinación a los organismos internacionales, derivada de los distintos préstamos recibidos; como por el poder económico que han ganado las instituciones financieras en estos países.²¹ En este sentido, es importante considerar que los mercados financieros se han convertido en la figura más poderosa de opinión global, por ejemplo, cuando los mercados opinan que determinada política no es la correcta, expresan su desacuerdo a través de la tasa de interés y el tipo de cambio, con lo que complican el éxito de dicha propuesta, es decir, auto cumplen su opinión inicial. De esta manera la política económica queda sujeta a la opinión incierta de los mercados financieros (Crotty, 2005).

¹⁸ De acuerdo con Orléan (1999), las finanzas presentan una “naturaleza incompleta”, es decir, los mercados financieros, carecen de la capacidad de auto-regularse, además de que son diversos los mecanismos que les conducen de manera recurrente a transitar por periodos de crisis, lo que ponen en riesgo los activos que gestionan. Y por si fuera poco, considera que el sector financiero cuenta con la capacidad de apropiarse parcialmente de la riqueza generada por las empresas y los asalariados.

¹⁹ Para Correa y Girón (2004), la participación en los mercados financieros no solo es de corto plazo, sino que es oportunista, en el sentido de que únicamente se busca participar cuando los mercados se encuentran en auge, y se intenta pronosticar el fin de dicha etapa, para inmediatamente retirar las inversiones, por lo tanto existe poco o nulo compromiso con el crecimiento económico de largo plazo.

²⁰ Los inversores institucionales se clasifican fundamentalmente en tres categorías, de acuerdo a su campo de operación: en fondos de pensión, de inversión y compañías de seguros. Su actividad se reduce a vender rápidamente los títulos que reciben; y así, obtener el mayor margen de ganancia posible. Los títulos con los que operan, y que representan sus activos financieros, a su vez, son los pasivos financieros de empresas, gobiernos y familias; con lo que la inestabilidad del mercado financiero se traslada al sector productivo de la economía (Crotty, 2005).

²¹ En el año 2000, las instituciones financieras eran titulares del 57% del total de la deuda interna de los países emergentes, y para 2005, la proporción había alcanzado el 80%; en particular, la cantidad de títulos de deuda pública en manos de los bancos aumentó en todos esos países (Panceira, 2009).

El proceso de liberalización financiera, principal detonante del de financiarización, ha acentuado la tendencia intrínseca de los agentes financieros a adoptar posiciones de creciente fragilidad, en aras de mayores beneficios; lo que de acuerdo con Minsky (1986) incrementa el grado de vulnerabilidad económica de las naciones ante choques externos o ataques especulativos.²² Si se considera que para dicho autor, la inestabilidad económica es ineludible, ya que es resultado de los periodos de estabilidad, que por lo general implican un relajamiento de los márgenes de seguridad y un incremento de los créditos especulativos y de tipo Ponzi; la nueva lógica que caracteriza al ámbito financiero, no hace más que profundizar la nociva tendencia antes descrita.

A nivel microeconómico, autores como Crotty (2005), Duménil y Lévy (2005) sostienen que la esfera financiera ha comenzado a distraer recursos que anteriormente estaban destinados al sector productivo, principalmente a través de tres estrategias: aumentando el porcentaje del beneficio empresarial destinado a dividendos; mecanismos de recompra de acciones por parte de las propias empresas; y altos tipos de interés real; mismas que han contribuido a reducir los ritmos de acumulación, y con ello han generado una serie de efectos nocivos, por ejemplo, la tendencia creciente de los niveles de desempleo, característicos de los últimos años; cuyo costo social, en el caso de los países subdesarrollados es aún más grave. Otro de los canales, a través de los cuales se gesta un efecto negativo sobre el sector productivo, se relaciona con la paulatina desvinculación del valor real y financiero de las empresas; que en aras de mejorar su posición financiera, se ven presionadas a implementar una serie de medidas que no siempre resultan benéficas en términos productivos.²³

En este sentido, Lapavistas (2007), considera que el proceso bajo análisis ha modificado el funcionamiento y la estructura de las empresas, induciéndolas por un lado a disminuir su tamaño, en aras de reducir costos; y por el otro, a incrementar el pago de dividendos a los accionistas; más que a generar reservas y ganancias, con lo que la reinversión productiva se ve comprometida. Así, nuevamente la lógica basada en la búsqueda fácil de ganancias a corto plazo, se impone; los casos de contabilidad creativa, son un buen ejemplo de ello. De esta manera, se ha modificado la orientación estratégica de las empresas, respecto a la asignación de los recursos y las ganancias, pasando de un modelo “retener e invertir”, hacia uno de “reducir y distribuir”.

Dicho modelo ha sido acompañado de un nuevo criterio de gestión empresarial, que Hancké (2006) denomina como “Corporate governance” y que tiene la característica de depositar el control de la empresa en agentes externos a la misma, principalmente en los relacionados con el ámbito financiero; que por su naturaleza relegan a segundo plano la generación de ganancias estables de largo plazo, relacionadas con la capacidad productiva de la empresa; lo

²² Los activos financieros han contribuido a generar incertidumbre y riesgos crecientes en el sistema financiero global; al grado de que se ha denominado a la crisis de 2008, como “la primera crisis sistémica del nuevo régimen de acumulación financiera”, debido a que su origen se relaciona con el nuevo funcionamiento del sistema financiero y el proceso de financiarización. Es decir, el origen de la crisis va más allá de la caída en los precios del sector inmobiliario o los malos deudores; su raíz se encuentra en la especulación basada en la expansión de la titulización, uno de los pilares del proceso de financiarización económica (Kregel, 2008 y Guttman, 2008).

²³ En este sentido, Chesnais (2003) considera que los mercados financieros y los nuevos inversores institucionales no sólo determinan el horizonte de valorización del capital, sino que, además, marcan los ámbitos de valorización de ese capital y sus divisiones y subdivisiones. Así, los principios que guían la gestión en el nuevo régimen caracterizado por el proceso de financiarización, se establecen en función del criterio de la maximización del valor de las acciones; y no de la creación de valor real.

que de acuerdo con Jeffers y Plihon (2001), compromete la viabilidad de esta, debido a que implica un rediseño de su organización interna, encaminado a satisfacer las demandas de la rentabilidad bursátil y no a mejorar los procesos y resultados relacionados con la producción. Además, al exigirle un mínimo de rentabilidad, la empresa queda obligada a disminuir costos, a través de su contracción, que implica despido de trabajadores, reducción de salarios, intensificación del trabajo, entre otras medidas, que actúan en decremento de la productividad futura de la empresa, única vía hacia su estabilidad de largo plazo.²⁴

De acuerdo con Lapavitsas (2007), otro de los efectos negativos del proceso bajo análisis, se relaciona con los canales de financiamiento de las empresas, ya que al contrario de lo que se esperaba, la liberalización financiera no logró diversificar sus opciones en este rubro, por ejemplo, el acceso al mercado bursátil sigue siendo muy restringido; en el cuarto capítulo del presente trabajo se ahondará en esta cuestión. Sin embargo, lo que si se diversificó, fue el destino de las ganancias de las grandes empresas, que identificaron en diversos instrumentos financieros, una opción para incrementar de forma rápida y relativamente sencilla su margen de ganancia; por lo tanto, en un inicio, esto permitió la obtención de importantes niveles de rentabilidad, pero a mediano y largo plazo, implicó un elevado costo en términos de estabilidad de largo plazo.

Por otro lado, las empresas con acceso al financiamiento proveniente de los mercados financieros, también ven comprometida su estabilidad, primero, porque generalmente se ven obligadas a acudir al mercado a refinanciar sus deudas, a una tasa de interés mayor; segundo, porque padecen el desfase entre los plazos de sus activos y obligaciones, que normalmente son más cortos los de estas últimas; y tercero, porque se ven estrechamente vinculadas a los cambios abruptos del mercado financiero, cuyas consecuencias para el aparato productivo son costosas, dado que no son de carácter pasajero (Anguiano, 2012).

De esta manera, el proceso de financiarización ha propiciado el desarrollo de actividades de índole especulativa en el seno productivo; por un lado, modificando el criterio de gestión empresarial; y por el otro, promoviendo nuevas modalidades de financiamiento, que atentan contra la estabilidad económica de las empresas en el largo plazo. La situación descrita empata con el primer teorema de la hipótesis sobre la inestabilidad financiera de Minsky (1986), mientras que el segundo de dichos teoremas, parece describir perfectamente lo sucedido en la mayoría de los países durante las últimas dos décadas: “tras una prosperidad prolongada, la economía transitará de relaciones financieras que generan estabilidad, a relaciones financieras que conducen a la inestabilidad”.

De acuerdo con Hancké (2006), el proceso de financiarización ha propiciado que las empresas se comporten más como agentes del mercado financiero, que como unidades de producción y desarrollo social, lo que ha generado una serie de efectos en la dinámica laboral, que han terminado por afectar negativamente al salario, con los costos en términos de calidad de vida que ello implica. Y es que si bien es cierto que el proceso de financiarización ha logrado su principal objetivo, es decir, contrarrestar la crisis de rentabilidad que se gestó en los años setenta, resulta innegable que también ha contribuido en la gestación de una serie de aspectos negativos; por ejemplo, un mayor grado de concentración de la riqueza; una progresiva desvinculación entre la productividad, las ganancias y los salarios repartidos, y es que mientras las dos primeras han aumentado, los salarios no lo han hecho en la misma

²⁴ El nuevo criterio de gestión impide a las empresas llevar a cabo políticas de diversificación, dado que estas dificultan la posibilidad de trasladar y volver líquidos los portafolios financieros y accionarios, es decir, la lógica industrial se contrapone a la financiera (Guttmann, 1996).

proporción; lo que adquiere relevancia si se considera que precisamente dicho vínculo constituye uno de los principales mecanismos de distribución de la riqueza (Huerta, 2011)²⁵. Por ejemplo, en el caso de México, es evidente la tendencia decreciente que presenta el salario mínimo a lo largo de las últimas tres décadas, como se observa en el anexo 4.

De acuerdo con Aglietta (2000), lo anterior explica parcialmente el creciente endeudamiento en el que deben incurrir los trabajadores para poder mantener sus niveles de ingreso. En lo que Plihon (2004) coincide, ya que considera que el incremento del porcentaje de participación del crédito bancario en el total del ingreso familiar, es un indicador, no solo de la reducción de los salarios; sino de la creciente dependencia de los trabajadores al endeudamiento bancario para la manutención de su consumo.²⁶ Situación que se agrava si se considera que el crédito al consumo no produce valor para su reembolso con intereses; por lo que el pago de estos, deriva del ingreso futuro, con lo que el trabajador queda sujeto a esa dinámica de endeudamiento; que además, resulta ser desigual, ya que por un lado, implica a un especialista en manejo del dinero que trata de maximizar sus ganancias y, por el otro, a un asalariado que pretende asegurar su acceso al consumo.

De esta manera se le permite a la banca fijar tasas de interés elevadas; y de acuerdo a Plihon (2004), el creciente nivel de endeudamiento de los trabajadores, implica una transferencia de sus ingresos, a los bancos y otras instituciones financieras. En contraparte, la banca se ha hecho cada vez más dependiente del crédito al consumo, y de la extracción directa de ingresos; lo que explica la gran promoción que se ha hecho de este tipo de crédito, propiciando el sobreendeudamiento de la población. Por ejemplo, en el caso de México es notable la tendencia creciente que presenta tanto la cartera vigente, como la vencida de la banca comercial (véase anexos 5 y 6).

Además, de acuerdo con Bryan, Martin y Rafferty (2009), la nueva lógica para la obtención de ganancias, también ha significado costos en términos de empleo, por ejemplo; incremento del nivel de desempleo, como resultado de las externalizaciones, subcontrataciones, fusiones, adquisiciones y la reducción de la reinversión productiva; un menor poder de negociación por parte de los trabajadores, que se ha traducido en un empeoramiento de las condiciones laborales; y cambios en las fórmulas tradicionales de remuneración (incremento de la parte variable del salario), lo que tiene como objetivo compartir el riesgo de la empresa con su planta laboral, riesgo que se ve potenciado si la empresa decide participar en actividades de índole financiera. Lo que no solo implica para la empresa, cierta pérdida de independencia en su gestión de mediano y largo plazo, sino que si se consideran los intereses de los trabajadores y de los agentes financieros, se observará cierto conflicto entre ellos, dado que los primeros preferirán estabilidad y por ende, inversiones seguras; los segundos optaran por maximizar el beneficio en el corto plazo, ante lo cual, las operaciones de carácter especulativo se tornan muy atractivas.

²⁵ Que los salarios reales hayan registrado un ritmo de crecimiento inferior al de la productividad, explica la tendencia decreciente de las rentas salariales respecto al PIB, en la mayoría de los países (Huerta, 2011).

²⁶ En Estados Unidos, el porcentaje del ingreso personal disponible que en promedio se dedica a pagar el servicio de deuda, pasó de 15.6% en 1983 a 19.3% en 2007. Y en países subdesarrollados, la propensión al ahorro se redujo, como resultado de financiar el consumo a través de deuda (Kremp, 2008).

1.6 Conclusión

La economía internacional enfrenta las consecuencias de la que se considera la crisis más importante en la historia del periodo capitalista, la primera de la era caracterizada por el proceso de globalización, y también por el de financiarización económica. Este último, de acuerdo a diversos autores, responsable de la mayoría de los descalabros financieros ocurridos durante los últimos veinte años; dado que representa una transformación estructural de la economía global, en aras de incrementar el nivel de ganancia, sin considerar los costos de dicha lógica.

El indicador más evidente de la evolución del proceso bajo análisis es el extraordinario crecimiento del sector financiero, sin embargo, no es posible reducir este fenómeno al incremento de las variables financieras, dado que el dominio de la lógica financiera sobre la dinámica económica ha generado una serie de cambios, no sólo en dicho sector, sino también en el productivo, con sus respectivos impactos sobre la calidad de vida de la población.

Hasta ahora es posible identificar tres rasgos esenciales respecto a este proceso: el crecimiento del sector financiero en los últimos años ha sido mayor que el del sector productivo; se ha incrementado el grado de participación en actividades financieras, por parte de empresas no financieras; y cada vez son más los autores que señalan el inicio de una transferencia de recursos, del sector productivo al financiero, que reduce la inversión productiva de largo plazo. A partir de estas ideas, resulta evidente que la relación entre ambos sectores es de tal magnitud que determina la evolución de ambos; por lo que a lo largo de la presente investigación analizarán los vínculos y efectos de dicha relación.

Respecto al origen del proceso, existe cierto consenso sobre el hecho de ubicarlo en la economía estadounidense, durante la década de los setenta, y es que las políticas que lo configuraron, representaron en dicho momento, la respuesta ante el estancamiento económico que se padecía. Posteriormente, dichas medidas fueron el eje de la llamada “revolución conservadora”, cuyo principal objetivo fue revertir la tendencia de la rentabilidad, es decir, recomponer las condiciones propicias para la valorización del capital, por ejemplo, fomentando una generalizada privatización, liberalización financiera y apertura comercial irrestricta de las distintas economías. Finalmente la globalización financiera, el progreso tecnológico en materia de información, y la constante innovación financiera, terminaron por configurar una nueva dinámica económica, en la que la lógica de las finanzas se tornó dominante.

En relación con los efectos derivados del proceso de financiarización, existen dos principales posturas, la primera sostiene que el desarrollo de la esfera financiera tiene un impacto positivo sobre el sector productivo, a través de la reducción del costo del capital, y de una mejor asignación de éste. Sin embargo, los detractores de este argumento, enfatizan lo siguiente, para que dichas ventajas en realidad se materialicen, son necesarios cuantiosos flujos de capital, mismos que terminan por desestabilizar a la economía que los recibe, dado su alto componente especulativo; las crisis de los países emergentes durante la década de los noventa, son buen ejemplo de ello. Además, dichos flujos, han implicado para estos países, una pérdida de autonomía en términos de política económica, imposibilitándolos para implementar políticas que realmente contribuyan a su desarrollo y crecimiento económico.

Así, los efectos de este proceso son diversos, en el ámbito macroeconómico destaca el hecho de que se ha desvirtuado la principal función del sistema financiero; la de canalizar los

ahorros a la inversión real. La proliferación de los inversores institucionales da cuenta de ello. A nivel microeconómico, los cambios más emblemáticos han sido: la nueva lógica empresarial, que prioriza el reparto de beneficios a los accionistas, sobre la reinversión productiva, comprometiendo la estabilidad de las empresas; así como una mayor dificultad para acceder a las fuentes tradicionales de crédito, ante lo cual, han ganado terreno nuevas opciones de financiamiento que conllevan una serie de riesgos.

De acuerdo con Duménil y Lévy (2007) la acumulación capitalista ya no se funda en la inversión que maximice la producción, sino sólo en aquella que consiga hacerla rentable, aún a costa de contenerla, dado que opta por aumentar la tasa de rentabilidad a través de reducir el crecimiento de la composición orgánica del capital, con lo que se sacrifica a la inversión estructurada de largo plazo. Esto ha tenido efectos negativos sobre los niveles de empleo y salario. Lo que ha sido acompañado de una mayor concentración de la riqueza y un creciente endeudamiento por parte de los trabajadores, obligados a recurrir al crédito, que se ha vuelto sustituto del salario, y que representa una nueva modalidad de explotación financiera.

Finalmente, es importante señalar que de ninguna manera se busca establecer que las finanzas son inútiles o parasitarias por naturaleza. Estas desarrollan funciones esenciales en las transacciones monetarias y financieras, con las que contribuye a la movilidad del capital entre las diferentes empresas y ramas; además, permiten la reestructuración ordenada de las empresas; y facilitan el acceso al financiamiento. Sin embargo, en las últimas décadas se observa un cambio en su estructura y funciones, que atenta contra la estabilidad de la economía global. La crisis de 2007-08, da cuenta de los riesgos implícitos de una dinámica económica en la que se prioriza la ganancia de corto plazo, que sólo es posible obtener a través de prácticas especulativas. Y en ese sentido, países como México, cuyo sistema financiero no presenta aún el grado de desarrollo como el de los países desarrollados; es notoria su tendencia creciente; por lo que el análisis del proceso de financiarización económica adquiere relevancia.

Capítulo II. El Sistema Financiero Mexicano a través de sus reformas.

2.1 Introducción

El desarrollo que ha experimentado el sector financiero durante las últimas décadas, obedece en gran medida a la serie de reformas llevadas a cabo en el sistema financiero internacional, principalmente, el proceso de liberalización que emprendieron la mayoría de los países del orbe a finales de los años ochenta; así como al avance en las tecnologías de la información y la comunicación, que contribuyeron al desarrollo del proceso de globalización financiera; y también, debe considerarse la creación y mejora de nuevos instrumentos financieros, responsables en gran medida de la expansión de los mercados; lo que a su vez propició la conformación de conglomerados financieros de carácter internacional; en este sentido, resulta notable el incremento tanto en número, como en patrimonio gestionado, de los inversores institucionales, que han adquirido cada vez mayor importancia en la dinámica económica de los países.

La expansión del sistema financiero global, ha generado un creciente interés, que se ha enfocado principalmente en dos aspectos: el primero, referente a la relación que guarda con la gestación de las crisis financieras que han caracterizado a las últimas dos décadas, y el segundo, que en realidad se trata de una extensión del anterior, se refiere al análisis de los vínculos y efectos, derivados de dicha expansión, sobre el sector productivo; a través de diversos canales, entre los que destacan, los cambios en el acceso al financiamiento y la asignación del crédito (Williamson y Mahar, 2006).

Como se dijo en el capítulo anterior, el desarrollo del sector financiero se llevó a cabo bajo el argumento de que este contribuiría al crecimiento económico de largo plazo. En este sentido, para McKinnon (1973) y Shaw (1973), un sistema financiero restringido, a través de topes en las tasas de interés (activas y pasivas), canalización forzada del crédito, encaje legal, entre otras medidas; inhibe el desempeño de la economía en su conjunto, al obstaculizar el ahorro y la asignación eficiente del capital a las inversiones más productivas. Es decir, estos autores sostienen que la desregulación de las operaciones financieras permite que los precios determinen libremente el ahorro y la inversión, estimulando el crecimiento económico de largo plazo.

Sin embargo, autores como Ranciere, Tornell y Westermann (2006), sostienen que la evidencia en países emergentes no respalda el planteamiento anterior, dado que, contrario a lo esperado, el proceso de liberalización en estos países, configuró un sector financiero disfuncional respecto a las necesidades del sector productivo, por ejemplo, restringiendo el financiamiento de largo plazo para la inversión, así como los créditos a la pequeña y mediana empresa; y que priorizó las utilidades de los conglomerados financieros; lo que de acuerdo con Blancas (2010) contribuyó a la inestabilidad financiera y económica, que ha caracterizado a dichos países en las últimas décadas; impidiéndoles detonar una nueva fase de crecimiento económico sostenido. Por ejemplo, el promedio de crecimiento económico de Argentina, Brasil y México, durante el periodo 1990-2015, es de 3.5%, 2.22% y 2.65% respectivamente; es decir, estos países no solo comparten el hecho de haber iniciado a finales de los ochenta una reforma financiera de gran envergadura, sino que también, presentan un crecimiento insuficiente desde entonces, o al menos menor al que habían registrado décadas anteriores (Fondo Monetario Internacional, 2016).

Es en este debate teórico, en que se inserta la evolución del sistema financiero mexicano, que a partir de los Acuerdos de Bretton Woods se organizó alrededor de las estructuras y formas de financiamiento acordes con el carácter regulacionista de dichos acuerdos, sin embargo, una vez terminada la vigencia de estos (1971-1973), fue sujeto a una serie de cambios, por ejemplo, se desreguló el funcionamiento de sus instituciones y se globalizó su estructura; lo que implicó una serie de efectos, cuyo alcance no se limitó al ámbito financiero; sino que repercutieron en la dinámica de la economía en su conjunto. Y es justamente este aspecto, el que constituye la esencia del proceso de financiarización, objeto de estudio de la presente investigación.

En este capítulo se aborda la evolución del sector financiero mexicano, a través del estudio de las principales reformas que lo han configurado. Así, será posible evaluar dichas reformas, de acuerdo a los beneficios y costos que cada una de ellas le ha significado al sector productivo mexicano. Por ejemplo, en su momento y con el objetivo de reactivar la emisión crediticia, se buscó promover la competencia en el sector bancario, a través de ceder el control sobre los activos financieros nacionales, a distintos grupos financieros privados; sin embargo, la evidencia hasta ahora de que el objetivo planteado se haya logrado, no es concluyente.

El ejemplo anterior, pone de manifiesto que el crédito constituye uno de los principales vínculos entre los dos sectores involucrados, por lo que a largo del presente capítulo se pondrá especial interés al respecto. Por lo tanto, se abordarán los cambios llevados a cabo, tanto en la banca comercial, como en la de desarrollo, a pesar de que la injerencia económica de esta última parece haber disminuido considerablemente, como se verá más adelante; lo que evidentemente se suma a la serie de problemas que enfrentan las empresas nacionales para obtener financiamiento bancario. De igual forma se busca explicar y evidenciar una serie de trastornos que se han configurado en la banca comercial; por ejemplo, de acuerdo con Garrido y García (2009), su estructura se ha tornado oligopólica, obstaculizando el financiamiento al sector productivo, lo que de ninguna manera ha contribuido a mejorar la competitividad del sector financiero.

Es decir, se trata de evaluar, si la reforma financiera, promovida durante los años noventa por las autoridades mexicanas, diseñada para configurar un sistema financiero competitivo, abierto, sano y profesional, ha logrado generar los resultados esperados; dado que en su momento se le consideró como un requisito indispensable para que la economía mexicana regresara a la senda del crecimiento, de la que se había desviado una década atrás. Tal concepción del proceso de desregulación y liberalización financiera, contrasta con la de diversos autores como Girón y Correa (2013), quienes consideran que en el caso de México, dicho proceso debe entenderse como una adecuación del sistema financiero nacional a las transformaciones internacionales, independientemente de su eficiencia y funcionalidad; lo que explicaría, por ejemplo, que la banca comercial no haya logrado recuperar los niveles de otorgamiento de crédito previos a la crisis de 1995. Esta solo es una de las interrogantes sobre los beneficios del proceso de financiarización, en términos de su capacidad para promover el crecimiento y desarrollo económico del país.

2.2 Evolución del Sistema Financiero Mexicano (1970-2015)

El sistema financiero mexicano, pasó de ser un sistema restringido, a uno desregulado y globalizado, en tan solo tres décadas; lo que explica la aparición de distintas instituciones financieras y de un mercado de capitales, que prácticamente no existían en los años setenta (o tenían una mínima presencia). Y es que a partir de entonces, paulatinamente se promovió

tanto la conformación y afianzamiento de instituciones no bancarias (compañías de seguros, sociedades de inversión, fondos de pensiones, casas de bolsa); como el fortalecimiento del mercado de capitales; en ambos casos, con el objetivo de incrementar y agilizar el fondeo de la inversión. Sin embargo, esto implicó que las instituciones bancarias se vieran limitadas a recibir depósitos altamente líquidos y a emitir créditos de corto plazo, con lo que se desmanteló el sistema financiero organizado en torno a la estructura crediticia y las políticas públicas (Girón, 2005).

Dicho cambio se gestó a partir del Plan Brady (1989), que aceleró la liberalización del sistema financiero mexicano; y entre cuyos efectos inmediatos destacan los cuantiosos flujos de capital que llegaron al país durante la primera mitad de la década de los noventa, y que contribuyeron en gran medida a elevar la importancia de las actividades relacionadas con el sector financiero, en la dinámica económica del país; al grado de asignarle a dicho sector la responsabilidad de propiciar el desarrollo y crecimiento de la economía nacional. Sin embargo, esto no significó dotarlo de las instituciones e instrumentos adecuados para llevar a cabo dicha encomienda, es decir, se dio por sentado la eficiencia y el perfecto funcionamiento de los mercados; lo que resulta difícil sostener considerando las crisis por las que ha atravesado la economía mexicana desde entonces.

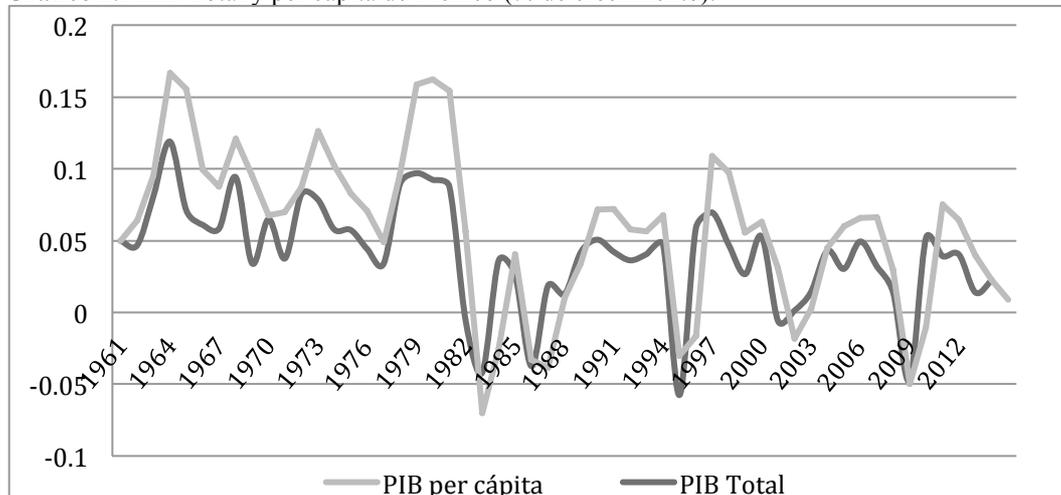
2.2.1 Modernización del Sistema Financiero Mexicano (1970).

Hasta los años setenta, la estructura del sistema financiero mexicano había permanecido prácticamente inalterada durante varias décadas, y se le recriminaba el ser poco flexible, dado que estaba diseñada para una economía pequeña y relativamente cerrada al exterior. La idea de que carecía de los mecanismos adecuados para impulsar el alto ritmo de crecimiento que perseguía la nueva política económica de la administración en funciones, en un contexto internacional más volátil que en el pasado, estaba muy extendida. A pesar de que dicha estructura, había contribuido al notable crecimiento económico del país durante las dos décadas previas; en este sentido, resulta pertinente señalar que desde entonces, tal nivel de crecimiento no ha podido ser igualado, como puede observarse en el gráfico 2.1. Lo que genera una serie de interrogantes sobre el proceso de reestructuración que siguió el sistema financiero mexicano durante los años posteriores. Y por lo tanto, la revisión de las distintas reformas llevadas a cabo, adquiere relevancia

En los primeros años de la década de los setenta, el mercado de capitales aún no se constituía completamente y su injerencia era mínima; por el contrario, la banca de desarrollo y las políticas públicas (encaje legal, encajonamientos de créditos, gasto de inversión pública, etc.) eran responsables de financiar la inversión productiva; en otras palabras, la banca ostentaba el liderazgo del sistema financiero. Es en este contexto en el que se llevan a cabo las tres reformas que marcan el inicio de la transformación del sistema financiero mexicano: la primera, relacionada con la promoción del mercado de valores, que se reflejó en una serie de acciones, como el establecimiento de un marco jurídico, específico para el mercado bursátil, además de una serie de políticas gubernamentales a favor de dicho mercado; que explican en gran medida su notable desarrollo; sin embargo, este no se caracterizó por ser estable, como se hizo evidente con el desplome bursátil de 1978, principalmente porque a pesar de las facilidades dadas, no se logró el dinamismo esperado en el mercado primario; a lo que se sumó el incremento de las actividades de tipo especulativo de la banca privada, que contribuyeron a elevar el grado de incertidumbre en la emisión de acciones primarias (Blancas, 2010).

Otro de los factores que contribuyeron a dicha volatilidad en este periodo, fue la excesiva liquidez de los principales instrumentos de captación; así como la circulación masiva de los bonos financieros e hipotecarios, cuya emisión, inicialmente había sido útil, pero posteriormente se convirtió en un obstáculo para el mismo desarrollo del mercado de capitales (Solís, 1997).

Gráfico 2.1 PIB Total y per cápita de México (% de crecimiento).



Fuente: Elaboración propia con base en indicadores económicos del Banco Mundial (2016).

La segunda de las reformas tenía como objetivo, promover la conformación de grupos financieros, a través de una serie de modificaciones a la legislación bancaria, para facilitar y fortalecer los vínculos entre las instituciones del mercado de dinero y las de capitales (bancos de depósito, hipotecarios, financieras, bancos de inversión, compañías de seguros, etc.). De esta manera, en 1976 surge la banca múltiple, con el objetivo de mejorar los niveles de capitalización, y así, elevar el grado de eficiencia, competitividad y estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Sin embargo, los descalabros financieros que tendrían lugar durante la década siguiente, dan cuenta de la vulnerabilidad e inestabilidad financiera que comenzaba a gestarse y que terminaría por ser una de las principales características de la economía mexicana.

Lo anterior explica que para 1978 la banca especializada prácticamente había desaparecido, además, se había consumado el proceso de centralización y concentración de capital al interior de la estructura bancaria, lo que le permitió reforzar su carácter dominante e imponer sus condiciones en la valorización del capital. En este contexto oligopólico, se profundizó la aversión al riesgo de la banca privada, con lo que el financiamiento de largo plazo a la industria se vio perjudicado, además, se truncó la posibilidad de llevar a cabo un proceso de captación más eficiente y diversificado, de los recursos generados por la actividad productiva (Solís, 1997).

La tercera de las reformas, se refiere a la creación de nuevos instrumentos de inversión en forma de valores no bancarios, por ejemplo, los Certificados de Tesorería de la Federación (Cetes), petrobonos, papel comercial y obligaciones de largo plazo; lo que contribuyó a la gestación de un importante mercado de deuda pública, que modificó no sólo el financiamiento gubernamental, sino también la dinámica de asignación del crédito a la industria.

Así, durante esta década se buscó modernizar y fortalecer el sistema financiero mexicano; a través de una serie de reformas encaminadas a brindarle seguridad al gobierno federal; promover la fusión de entidades bancarias, para incrementar su eficiencia, con el objetivo de fortalecer la competencia y dar oportunidad a la banca mediana y pequeña de hacer frente a los conglomerados financieros; y propiciar la “correcta” inserción del sistema financiero mexicano en los mercados internacionales, lo que a su vez, se esperaba dotara de mejores condiciones a las instituciones nacionales para competir con la banca extranjera. Por lo tanto, a través del análisis de las décadas siguientes, será posible determinar si estos primeros objetivos lograron concretarse.

2.2.2 El nuevo modelo de crecimiento (1980).

En 1982, la economía mexicana enfrentó una crisis derivada de una situación interna de gran desequilibrio, relacionada con el elevado déficit público, el endeudamiento externo, y la fuga de capitales; ante lo cual, el Ejecutivo federal decretó la nacionalización de la banca privada y la adopción del control generalizado de cambios; acciones que se revertirían nueve años después.²⁷ De igual forma, en este periodo tuvo lugar el cese del encaje legal, el fin de la política de encajonamiento de créditos, la profundización del mercado de valores y el posterior, proceso privatizador. Además, cabe destacar la adopción del sistema de flotación cambiaria, responsable de que entre 1983 y 1987, el tipo de cambio se mantuviera subvaluado; con el objetivo de equilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, dicha medida, es considerada como uno de los factores responsables del periodo inflacionario que aquejó a la economía mexicana durante gran parte de la década.

Entre los distintos efectos negativos propios del periodo recesivo, el gobierno mexicano debió enfrentar una serie de dificultades para acceder al financiamiento proveniente de los circuitos de crédito internacional; lo que en cierta medida explica que la mayoría de las reformas y ajustes llevados a cabo en este periodo, hayan tenido como principal objetivo, estabilizar la economía mexicana, y con ello, recuperar la confianza de los inversionistas y prestamistas internacionales (Solís, 1997).

Por otro lado, en tal contexto de incertidumbre, el mercado de valores y las casas de bolsa, lograron afianzar su posición frente a la banca; es decir, el sistema financiero comenzó a desarrollarse a través de los intermediarios no bancarios privados, con lo que estos adquirieron mayores responsabilidades, en términos de financiamiento a la inversión productiva. Lo que se profundizó durante los años siguientes, debido al proceso privatizador. En este sentido, basta considerar que el importe total operado en el mercado de valores entre 1978 y 1981, representó en promedio, casi el 10% del PIB, mientras que para 1987 alcanzó el 159%; esta proporción muestra el contraste entre el crecimiento del mercado de valores y la fase recesiva por la que atravesaba la economía mexicana. Para López (2001), esto permite inferir que hasta entonces no se había generado el vínculo deseado entre el sector productivo y el financiero, ya que la inversión no parece haber fluido hacia el primero; y en cambio las inversiones de tipo especulativo se incrementaron.²⁸

²⁷ Hasta 1982, el sistema bancario estaba formado por sesenta instituciones, de las cuales poco más de la mitad eran bancos múltiples, pero durante los años siguientes se llevó a cabo una serie de fusiones entre dichas instituciones. De tal manera que el número de bancos comerciales se redujo a dieciocho (Huerta, 1994).

²⁸ La disminución de la inversión pública y privada, fue de casi 30%, y los efectos de los ajustes fiscales y cambiarios sobre la distribución del ingreso, provocaron una caída de 5.4% en el consumo privado durante la primera mitad de la década. Lo que se tradujo en un shock de demanda sobre la actividad económica, que a su vez provocó una reducción del PIB de 4.2% y un incremento de 6.3% en el nivel de desempleo (Correa, 1998).

El hecho de que el mercado de valores, paulatinamente adquiriera mayor importancia como espacio de financiamiento para los distintos sectores económicos; le representó mayores consideraciones en la política económica del país. Mientras que la banca enfrentaba problemas de captación de recursos, debido entre otros aspectos, a las restricciones a las que estaba sujeta para operar en el mercado bursátil. Esta situación, intensificó la formación de conglomerados financieros privados en los sectores no bancarios; adquiriendo una mayor influencia sobre la política monetaria, particularmente debido a su capacidad para condicionar la subasta de títulos de deuda pública. Así, el sector bursátil se fue convirtiendo en un espacio fundamental de valorización del capital especulativo, en detrimento de la inversión productiva. Por lo que de acuerdo con Levy (2001), la evolución del mercado bursátil resultó adversa para el crecimiento económico, dado que propició un clima de alta volatilidad, que contribuyó a desalentar la inversión productiva.²⁹

De esta manera, la estructura del mercado de valores en 1987 contradecía el objetivo general con que el proceso de profundización financiera había justificado años antes, el priorizar a dicho mercado; ya que este no había logrado constituirse plenamente en una opción de financiamiento para las empresas. A finales de la década, y acorde al giro neoliberal que experimentaba la economía internacional, se profundizaron y aceleraron los cambios estructurales para la consolidación del nuevo modelo de crecimiento. Entre ellos un nuevo esquema financiero que propiciara el inicio de un periodo de crecimiento económico con estabilidad, cuyo eje fuera el incremento de la inversión privada; con lo que se esperaba mejorar los índices de productividad y competitividad. Así, bajo esta idea se llevó a cabo la reestructuración y liberalización del sistema financiero, se intensificaron los cambios en el mercado de valores, y se precipitó el proceso privatizador iniciado años atrás. Dichas transformaciones (en su estructura, marco jurídico, y mecanismos de operación), debían contribuir a la estabilización económica; a la recuperación del crecimiento; y a la modernización e inserción de la economía en el nuevo contexto internacional; además de asegurar el pago de la deuda pública interna y externa.

Tras el crack mundial de 1987, se buscó constituir circuitos financieros que distribuyeran fondos prestables para la inversión productiva; tan necesaria para el crecimiento económico. Para lo cual, se siguieron principalmente tres líneas de acción: la internacionalización de los mercados, la globalización de los servicios financieros y la desregulación total de las operaciones financieras. Sin embargo, de acuerdo con Mansell (1992), los objetivos en términos de crecimiento y desarrollo económico no se lograron, de hecho se intensificó la canalización de los excedentes económicos hacia la esfera financiera y especulativa, no a la producción, lo que intensificó la inestabilidad macroeconómica y el bajo dinamismo del sector productivo; factores que por otro lado, contribuyeron a la fragilidad de las ganancias generadas en el mercado bursátil. El carácter de dichas reformas se agudizó con la firma del Plan Brady, dado que a cambio de acceder a los mercados financieros internacionales, el gobierno mexicano quedó condicionado a llevar a cabo los lineamientos del consenso de Washington; entre los que destaca, canalizar el excedente, al pago de la deuda externa.³⁰

²⁹ Entre 1983 y 1987, se triplicó el número de sucursales de casas de bolsa, mientras que sus activos en custodia, se incrementaron 34% y el número de sus cuentas, en 47%. Por su parte, el número de sociedades de inversión se sextuplicó, sus activos se incrementaron 249% y el número de cuentas, 246% (Levy, 2001).

³⁰ La renegociación y reestructuración de la deuda externa fueron parte de un proceso de acuerdos con los acreedores de la banca comercial transnacional, básicamente estadounidense, tendiente a reducir el monto de la deuda mediante disminuciones en las tasas de interés y la reestructuración de los pagos (Murillo, 2005).

Esta década constituyó un importante periodo de expansión para el sistema financiero mexicano, aunque se llevó a cabo, desligado de la esfera productiva. Por ejemplo, el crecimiento de las sociedades de inversión, representó una serie de beneficios para los inversionistas financieros, no así para las empresas. En este sentido, basta considerar que en 1989, el Índice de Precios y Cotizaciones del mercado de valores creció 98%; pero esto no generó el efecto multiplicador deseado en la economía real. Sin embargo, el mayor costo de las reformas llevadas a cabo durante esta década, es que el desarrollo del sector financiero no bancario, marcó el inicio de un proceso de desintermediación bancaria; que no logró ser compensado con un mayor financiamiento a la inversión vía mercado de capitales; de hecho, se propagaron las actividades de índole especulativa, gestándose un espacio alternativo de valorización, que aunado a la inestabilidad global de los mercados, es responsable de los descalabros financieros que sucederían durante la década siguiente (Sánchez, 1995; Peñaloza, 1995; Moritz, 2009).

2.2.3 Profundización de la reforma financiera y la crisis del peso (1990)

Como resultado de las reformas llevadas a cabo durante la década previa, México inició los años noventa con un sistema bancario desregulado, en el que la banca comercial presentaba un elevado grado de concentración, que le impedía cumplir cabalmente con sus funciones; por ejemplo, destinar financiamiento a la inversión productiva, u ofrecer tasas de depósito redituables a los ahorradores nacionales (Marchini, 2003). Y como se dijo anteriormente, el sector financiero no bancario a pesar de su creciente importancia, continuaba sin generar los mecanismos que le permitieran incrementar el financiamiento a la inversión.³¹

Durante la primera mitad de esta década, se consolidó el proceso de privatización, que incluyó a la mayoría de las empresas estatales; por otro lado, se reprivatizó el sistema bancario y se le restituyó la función de banca de inversión;³² al tiempo que se fortalecieron los grupos financieros; se culminó el proceso de globalización del mercado de valores; se concedió la autonomía al banco central; la política monetaria quedó sujeta a bandas cambiarias; se concluyó la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady; se inició la privatización del sistema de pensiones, y se firmó en 1994 el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Así, el sector privado encabezó las principales reformas económicas.

Por supuesto que lo anterior contribuyó al notable desarrollo del mercado de valores en este periodo; al grado de asignarle la tarea de atraer capitales foráneos, que contribuyeran al ahorro interno y al financiamiento de la producción. Sin embargo, dicho desarrollo fue temporal e inestable, como quedaría evidenciado algunos años después, con el descalabro financiero de 1994. Y es que dicho desarrollo no se basó en el incremento del número de empresas emisoras; tampoco en la ampliación del capital fijo, ya que su principal móvil fue la privatización de las empresas públicas; y además, el creciente ahorro financiero no fue resultado del crecimiento económico, sino de la búsqueda por parte de inversionistas extranjeros, de mayores rendimientos, provenientes principalmente, de elevadas tasas de interés.

³¹ El financiamiento generado por el mercado de capitales a lo largo de la década presenta una tendencia decreciente, de hecho, en promedio su participación fue de apenas 0.4% del PIB; y su mayor nivel lo alcanzó en 1992, 2% del PIB (Marchini, 2003).

³² Derivado de la restitución a la banca comercial de su función como banca de inversión, se llevó a cabo una serie de cambios en su funcionamiento, por ejemplo, se incrementó su emisión de activos financieros; con lo que se pretendía emular a la banca comercial de países industrializados (Sussman, 1994, y Mayer, 1994).

Otra de las características de este periodo fue la autorización y constitución de agrupaciones conformadas por diversos tipos de intermediarios (casas de bolsa, casas de cambio, aseguradoras y agencias de factoraje), y de organizaciones auxiliares. Y es que la desregulación financiera vinculó los intereses bursátiles y bancarios; con lo que la banca recuperó su carácter universal, que había perdido a raíz de su nacionalización; esto constituyó el preludio del proceso de reprivatización al que sería sujeta en 1991, y que consistiría en la entrega de los distintos bancos nacionalizados a los principales grupos bursátiles. De esta manera, la reprivatización de 18 bancos contribuyó a la conformación de nuevos grupos financieros; elevando aún más el grado de concentración. En este sentido, basta considerar que para 1994, dichos grupos ya controlaban más del 50% de los activos financieros (Tinoco, Torres y Venegas, 2008).

Desde finales de los años ochenta, prevalecía la idea de que el excedente de los países desarrollados debía fluir a los países con escasez de capital, dado el diferencial en los rendimientos esperados. De igual forma, existía la creencia de que la apertura financiera ayudaría a los países a enfrentar sus problemas de balanza de pagos y por ende, les permitiría ajustar de manera flexible la demanda interna. Se daba por hecho que la eficacia de los sistemas financieros nacionales aumentaría debido a la competencia entre las instituciones financieras nacionales y las extranjeras (Levine, 1996 y Poret, 2001). Y se esperaba que la libertad de movimiento del capital redujera el riesgo de que alguno de los países subdesarrollados adoptara medidas inadecuadas para el óptimo desarrollo de la economía global.

Esto explica los cuantiosos flujos de capital privados, que caracterizaron a la primera mitad de esta década. En América Latina, el incremento fue de casi siete veces, durante el período 1988-1991 y fluyeron principalmente hacia los cinco países más grandes de la región, que recibieron en conjunto el 77% del total, siendo México y Argentina los que concentraron una mayor proporción: México recibió el 54% y Argentina el 14% del total, lo que era equivalente al 6 y 7.6% de su PIB, respectivamente (Levine, 1995).

Los mercados internacionales de capital, tenían la encomienda de constituirse en un mecanismo de compensación y estabilidad del sector externo, dado que permitirían mantener estable el tipo de cambio. Sin embargo, la ausencia de control sobre los cuantiosos flujos de capital, permitió que se fuera gestando una estructura financiera y productiva altamente vulnerable, que terminó por desencadenar una crisis de liquidez.³³ Además, el auge del mercado bursátil estuvo basado principalmente en la colocación de instrumentos en el mercado de dinero, que se caracterizan por ser de corto plazo y muy líquidos.

De esta manera, el crecimiento y la modernización del mercado bursátil, así como el incremento de su peso relativo con respecto al sistema bancario, no significó que dicho mercado se convirtiera en una opción significativa para el financiamiento de las empresas. Por el contrario, los instrumentos tradicionales (acciones) del mercado de capitales, concebidos como mecanismos de financiamiento a la inversión, fueron absorbidos por la

³³ En términos acumulados, la inversión extranjera desde la década de los años cuarenta hasta 1988 ascendió a 24 087.4 MDD, y para 1993, ya sumaba 65 828.3 MDD. Gran parte de este crecimiento se debió a la inversión de portafolio, que hasta 1989 era prácticamente nula, pero en los siguientes años creció significativamente y se convirtió en la principal fuente de inversión extranjera en México. En el período 1989-1993 la inversión extranjera acumulada en el mercado accionario fue de 17 897 MDD; en términos relativos, pasó de 14.21%, en 1989 a 68.62% en 1993, del total anual de inversiones extranjeras realizadas en el país (Ruíz, 2004).

lógica del mercado de dinero que se caracteriza por su alta e inmediata rentabilidad y por su carácter especulativo.³⁴

De acuerdo con Arestis y Glickman (2002), el proceso de liberalización promovió la inestabilidad financiera de los países emergentes, debido a que representó una pérdida de autonomía en términos de política económica, que les impidió hacer frente a los efectos negativos derivados de la especulación en el sector financiero nacional e internacional. En el caso de México, la crisis de 1994 dio cuenta de ello, dando inicio a una serie de fenómenos económicos similares en distintos países emergentes, que también habían llevado a cabo las principales reformas del paradigma neoliberal.

Así, en el tercer trimestre de 1994 el renglón de errores y omisiones de la balanza de pagos y la variación en la reserva bruta representaban un acumulado negativo de 18 299 MDD. Mientras, que la cuenta de capital, pasó de 22 708 MDD en el tercer trimestre de 1993, a 14 314 MDD, en el mismo periodo de 1994, lo cual representó un descenso de 37%, en tanto que el déficit de la cuenta corriente en dicho periodo mostró un incremento de 22%, al pasar de -18 048 a -22 058 MDD (Solís, 1997). Lo que obedeció principalmente, a la sobrevaluación del peso frente al dólar y a la apertura comercial y financiera, que volvió vulnerable la economía a los flujos de capital, como se mencionó anteriormente. Así, el sistema financiero presentó síntomas de debilidad, vinculados con el creciente nivel de morosidad que se venía incrementando desde 1991; el peso se devaluó, al pasar de 3.88 pesos por dólar en 1994, a 7.68 pesos en 1995; el déficit de la cuenta corriente ya no pudo financiarse con las entradas de capital; los niveles de inflación se dispararon a casi 52% en 1995 y las tasas de interés aumentaron notablemente.

Entre los factores que contribuyeron a la gestación de esta crisis, destacan los siguientes: 1) una política monetaria restrictiva, que se tradujo en una tasa de interés poco favorable para la actividad industrial y un tipo de cambio estable, cuyo sostenimiento representaba altos costos; 2) una política fiscal poco coherente con las necesidades de financiamiento del aparato productivo nacional; 3) mercados de dinero y capital ineficientes, que propiciaron el flujo de recursos hacia valores bursátiles y no a la planta productiva, lo que aunado a la falta de medidas encaminadas a lograr que las inversiones extranjeras de portafolio se "anclaran" en el país, explica en gran medida su salida abrupta.³⁵

Tras la crisis se promovió el acceso de inversionistas institucionales extranjeros, con el objetivo de fortalecer el capital social de las entidades financieras nacionales, sin embargo, esto provocó una reducción del número de bancos, favoreciendo a los vinculados con el capital internacional, de esta manera, se gestó la extranjerización de la banca mexicana. Por lo tanto, fueron dichos inversionistas los más beneficiados de este nuevo orden financiero, de características oligopólicas. Así, a pesar de que se esperaba que el proceso de apertura financiera capitalizara a la banca nacional; terminó por generarle un problema de competencia desleal, dado que se vio obligada a enfrentar la competencia internacional, sin estar fortalecida; con lo que se aceleró el proceso de extranjerización bancaria antes mencionado. Lo que dejó a la economía desprovista de intermediarios nacionales.

³⁴ El mercado bursátil, siguió siendo poco importante en las finanzas nacionales. El monto de los créditos bancarios fue de 53.46% con relación al PIB, en tanto que la capitalización total de la BMV y el valor negociado en la misma fueron de 48% y 15.39%, con relación al PIB, respectivamente. Datos que resultan ser bajos, considerando los que presentan países como Estados Unidos (Stallings, 2006).

³⁵ La tasa de interés de referencia de los bonos del estado, es decir los CETES, durante el periodo 1988-1994, nunca estuvo por debajo del 14% (Banco de México, 2012).

Y aunque si bien es cierto, dicho proceso inyectó capital al sistema bancario mexicano, no logró modificar su grado de aversión al riesgo, dado que este continuó priorizando la inversión en activos sin riesgos, es decir, su carácter rentista frente al Estado, se mantuvo inalterado. Además, cabe señalar que la cartera vencida acumulada a lo largo del periodo de desregulación no fue asumida por los inversionistas extranjeros, sino que se mantuvo en el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa), que posteriormente se transformó en el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB).

La autonomía del Banco de México fue otra de las reformas importantes; encaminada a controlar el financiamiento público, y con ello el déficit fiscal; lo que a su vez permitiría garantizar el control de la inflación y la estabilidad del tipo de cambio, elementos fundamentales para países con mercados financieros globalizados. Por lo tanto, se le otorgó mayor independencia al banco central para determinar la oferta monetaria (Girón y Levy, 2005).³⁶ Resulta pertinente destacar que a partir de noviembre de 1991, el tipo de cambio quedó sujeto a una banda, en la que flotaría libremente; lo que contribuyó a la sobrevaluación del tipo de cambio, durante los años siguientes. Posteriormente, otro de los efectos de dicha medida, y que generalmente es considerado como un éxito de política monetaria, fue el control inflacionario; sin embargo, para autores como Levy (2001), éste implicó elevados costos fiscales; derivados de las políticas de esterilización, aplicadas para controlar la oferta monetaria y así, neutralizar el efecto inflacionario de la creciente entrada de capitales; así como reducir el déficit de cuenta corriente en la balanza de pagos y el endeudamiento interno.

Como se mencionó anteriormente, durante esta década inició la privatización del sistema de pensiones y el fortalecimiento del sector de seguros; con el objetivo de reducir el gasto público, incrementar la intermediación no bancaria y, por consiguiente, fortalecer el mercado financiero. Así, el establecimiento en 1992 del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), incrementó la penetración financiera y la cobertura bancaria.³⁷ En este sentido, también debe considerarse, el nacimiento de las administradoras de fondos para el retiro (Afores), las cuales captaron los fondos de pensiones; mismos que se traspasaron para su inversión, a las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro (Siefores), que por orientación de la CONSAR, destinaron la mayor parte de los recursos a la compra de títulos gubernamentales de corto plazo.

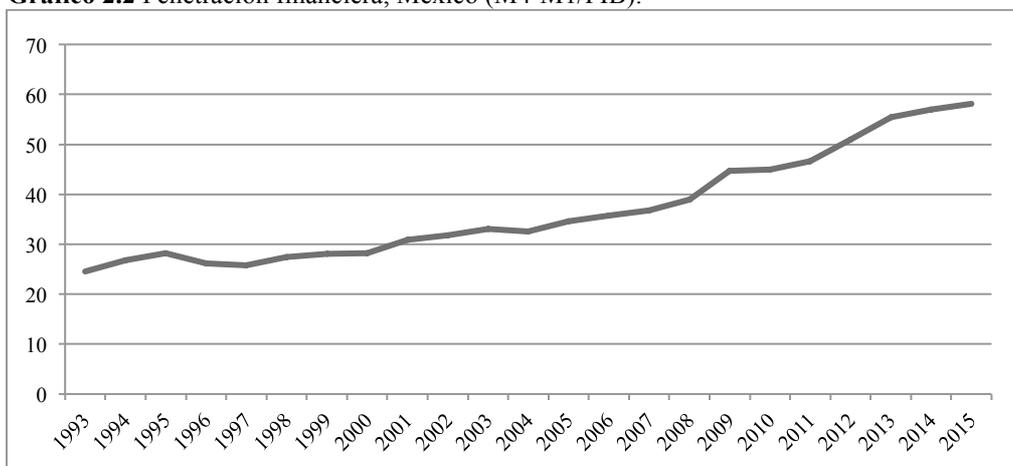
Cada una de las reformas descritas, explica en cierta medida que el indicador de penetración financiera ($m4/PIB$), haya pasado de 22.9 % a 58.1% entre 1985 y 2015, respectivamente (véase gráfica 2.2). En este sentido, debe considerarse que durante esta década se les otorgó autonomía de gestión a las instituciones bancarias, con lo que se modificó su objetivo fundamental, pasando de las metas de captación y financiamiento, a la obtención de utilidades. Además, se les autorizó desarrollar departamentos de banca de inversión, incluyendo divisiones bursátiles, que les permitieron manejar recursos de terceros, principalmente a través de instrumentos de mercado de dinero en la Bolsa Mexicana de Valores, con lo que la actividad tradicional de la banca realizada a través de la emisión de activos financieros que se colocaban en poder del público y que se convertían en pasivos para

³⁶ El Banco de México adquirió mayor control sobre la base monetaria con el objetivo de estabilizar los precios y los valores de los activos, rompiendo con ello el pacto social imperante en el periodo de regulación económica, donde la clase obrera organizada y el sector empresarial nacional ejercían fuertes presiones para obtener financiamiento (Girón y Levy, 2005).

³⁷ En las reformas para crear el SAR se dispuso que las cuotas de jubilación y el fondo nacional de vivienda se depositaran en instituciones de crédito, en cuentas individuales que generan intereses.

los bancos, quedó relegada a un segundo plano. Rápidamente la actividad de la banca de inversión pasó a representar las dos terceras partes de sus operaciones (López, 2001).

Gráfico 2.2 Penetración financiera, México (M4-M1/PIB).



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

Lo anterior, representó una serie de cambios en relación con el financiamiento al sector productivo, por ejemplo, se autorizó a las empresas emitir acciones neutras, susceptibles de ser adquiridas por extranjeros mediante fideicomisos, que no otorgaran derechos patrimoniales, pero sí dividendos, así como la colocación de títulos por parte de las empresas mexicanas en el exterior, permitiendo la constitución de fondos de inversión mexicanos en otras monedas. Por otro lado, el crédito otorgado por la banca comercial se destinó principalmente a los sectores más dinámicos, en este caso, los de vivienda, comercio, servicios, y consumo; lo que explica el notable incremento en el número de tarjetas de crédito otorgadas.³⁸ De igual forma, el crédito para la adquisición de bienes durables y el hipotecario mostraron un significativo crecimiento; de hecho, en conjunto representaron el 50% del crédito total otorgado por la banca en 1994. Es decir, tampoco en este periodo la banca fue capaz de integrar otros segmentos a la intermediación financiera institucional, como a la micro y pequeña empresa, que siguió quedando relegada en el otorgamiento del crédito.

Y es que en lugar de elevar la eficiencia y competitividad de la planta productiva, el nuevo esquema de financiamiento se tradujo en elevados costos financieros y márgenes de intermediación, que agravaron la baja competitividad de la planta productiva mexicana frente a sus principales socios comerciales. Es decir, no se logró una mayor canalización de los recursos y una intermediación más eficiente del ahorro, por el contrario, la usura y especulación prevalecieron en detrimento del financiamiento a la actividad productiva. Y tampoco la productividad del sector bancario se vio favorecida, en el periodo 1983-1987 la relación costos de operación/activos totales se mantuvo en un rango de 3.61- 4.25%, y para 1988-1994 esta relación aumentó hasta 6.02%. Mientras que la relación costos de operación/ingreso financiero bruto, que en 1987 fue de 13.57%, para 1994 alcanzó el 27.8%. Por lo tanto, es posible que inferir que con la liberalización financiera, la banca mexicana se volvió más ineficiente, ya que los indicadores de eficiencia y productividad se deterioraron (Blancas, 2010).

³⁸ El número total de tarjetas de crédito entregadas por la banca comercial, paso de 21 731 862, en 2009, a 22 838 581, en 2016, aunque en 2012 el dato fue de 24 512 934 (CNBV, 2013).

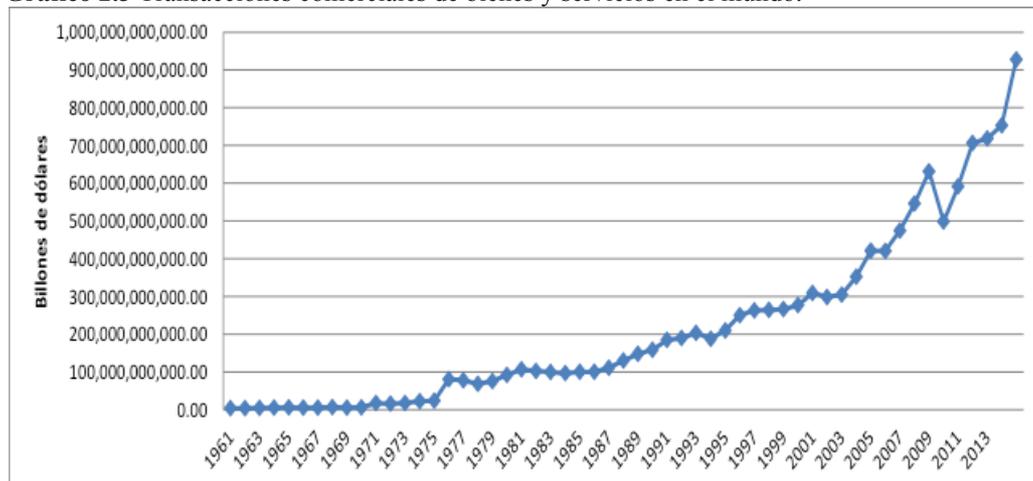
Durante la segunda mitad de la década, se perdió gradualmente la ruta hacia los objetivos inicialmente planteados por las distintas reformas llevadas a cabo, por ejemplo: efectividad en el financiamiento, eliminación de la tendencia a la concentración del capital, y mayor participación de nacionales por la pulverización accionaria. Además, la búsqueda de la eficiencia en materia financiera, a través de la reducción de la interferencia del Estado, tuvo como resultado, graves deficiencias de supervisión, con serias repercusiones en la seguridad, estabilidad y solvencia del sector financiero.

En síntesis, la desregulación y la apertura, permitieron que las agrupaciones financieras se rigieran casi exclusivamente por los estrictos principios de mayor rentabilidad, dejando a un lado la inversión productiva y priorizando los rendimientos especulativos. Así, el mercado de valores continuó siendo una alternativa de financiamiento para el gobierno a través de la colocación de bonos gubernamentales, una opción de corto plazo para las empresas grandes, y sobre todo, un excelente espacio de lucro financiero. Pero no logró constituirse en una fuente de financiamiento para el sector productivo, lo que hubiera propiciado el inicio de un fuerte ciclo de inversión en el marco de la apertura comercial.

2.2.4 La gran crisis financiera (2000)

La primera década del nuevo milenio se caracterizó por una mayor interdependencia de las diferentes economías del mundo, de ello da cuenta el incremento en el volumen del comercio internacional (véase gráfico 2.3) y de los flujos de capital, principalmente la inversión de portafolio. En este periodo las economías desarrolladas mostraron su elevada vulnerabilidad ante colapsos financieros, lo que evidenció el riesgo de las actividades especulativas, cuyos impactos negativos no se limitaron al sector financiero, de hecho, sus mayores costos fueron absorbidos por la estructura productiva, en este sentido, basta considerar que la caída del PIB durante 2009, en México, fue de 6.5% (INEGI. 2016).

Gráfico 2.3 Transacciones comerciales de bienes y servicios en el mundo.



Fuente: Elaboración propia en base a International Trade Statistics, World Trade Organization (2016).

Respecto a la participación de la banca comercial en el financiamiento de las actividades productivas, esta continuó disminuyendo, debido al creciente interés en segmentos como el hipotecario y el relacionado con créditos al consumo; sobre este punto, se profundizará en el

cuarto capítulo del presente trabajo.³⁹ Sin embargo, resulta pertinente señalar la creciente importancia del crédito otorgado al consumo vía tarjetas de crédito; es decir, los servicios bancarios se tornaron cada vez más importantes como fuente de ingresos para los bancos; a lo que también contribuyeron las fusiones que permitieron mejorar la capitalización de estos, vía la reingeniería financiera y el ajuste de personal.

Prueba de lo anterior es que en el año 2000, la cartera vigente de créditos otorgados por la banca comercial (principalmente al consumo) representaba el 34% del total de sus recursos, mientras que para 2010, el porcentaje fue de 51.13%; y para 2016, de 61.36% (Banco de México, 2016). A pesar de esto, las pequeñas y medianas empresas continuaron excluidas del acceso al crédito bancario, como se verá más adelante; debido a su alto riesgo, según la percepción de la banca. Es decir, la mayor capitalización del sistema bancario, siguió sin traducirse en crédito productivo.

Es decir, las ganancias de la banca comercial en México se tornaron cada vez más dependientes del ingreso de particulares. Y dado que el financiamiento destinado a empresas y personas con actividad empresarial, paso a segundo plano; otras fuentes de financiamiento no bancario, adquirieron paulatinamente, mayor importancia; como los recursos del exterior, la emisión de instrumentos de deuda interna y el crédito de proveedores; sin embargo, esto no significa que dichas opciones hayan sido suficientes para satisfacer las necesidades financieras del sector productivo.

Y es que a pesar de que el ritmo de crecimiento de la actividad económica no fue el deseado a lo largo de la década; la banca comercial presentó utilidades en todo momento, aún durante el periodo más intenso de crisis; de ello da cuenta la razón financiera de rentabilidad, con sus dos índices: ROA y ROE. El primero de ellos, paso de 0.53, en 2001, a 1.49, en 2010; mientras que el segundo paso de 7.60, en 2001, a 13.45, 2010 (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2016). Lo que de acuerdo con Girón y Correa (2010), se debe en cierta medida a las elevadas comisiones y al diferencial entre las tasas de interés activas y pasivas.⁴⁰

Lo anterior, aunado al crédito fácil por parte de la banca y la creación de nuevos instrumentos financieros, constituye el origen de la crisis financiera global de 2009 que tuvo como origen a la economía estadounidense pero que rápidamente se propagó a los países emergentes. Y es que la banca de dicho país aceptó entre 2004 y 2006, a prestatarios que en condiciones normales de mercado, no habrían sido aceptados (debido en parte a la disminución de las tasas de interés), generándose un otorgamiento de créditos cada vez más riesgoso. En el caso de México, la evolución del crédito al consumo presenta una gran similitud con el comportamiento descrito (Girón y Correa, 2013).

Así, se constituyó una estructura financiera que entraña un complejo proceso conformado por sujetos e instrumentos de muy diversa naturaleza, tanto por su origen, como por su operación. Lo que entre otros aspectos, promovió una mayor dispersión, volatilidad y especulación de

³⁹ El crédito al sector privado descendió de 40% del PIB en 1994, a sólo 10% en 2000. Debido a que los bancos optaron por la obtención de altos rendimientos a través de conductas rentistas, pese a que esto significará reducir el acceso de la mayoría de las empresas no financieras, a los servicios financieros (Garrido y García, 2009).

⁴⁰ Si se toma como tasa activa a la tasa de interés de crédito a los hogares correspondiente a las tarjetas de crédito y como tasa pasiva al costo de captación a plazo de pasivos en pesos de la banca comercial; se obtiene que de 1999 a 2009 el diferencial entre ambas se aproximó a 30%, el promedio de la tasa activa fue de 35% y el de la tasa pasiva de 7% (Girón y Correa, 2010).

capital; lo que de ninguna manera abona a la estabilidad macroeconómica del país, requisito indispensable para el desarrollo de las actividades productivas de mediano y largo plazo.

Otro de los rasgos característicos, no sólo de México, sino de la mayoría de las economías emergentes durante estos años, fue el significativo aumento en el nivel de reservas, bajo el argumento de defender la estabilidad del tipo de cambio y reducir la vulnerabilidad económica ante reversiones repentinas de los flujos de capital. Sin embargo, esto implicó limitar el gasto público a favor del sector productivo, además, los recursos se destinaron a mercados más seguros, es decir, a países desarrollados. Por otro lado, a pesar de que se incrementó el endeudamiento externo durante la segunda mitad de la década; esto tampoco se tradujo en inversión productiva, ya que se utilizó para evitar un aumento de la oferta monetaria que podría haber hecho fracasar las estrictas metas de inflación (véase anexo 7 y 8).

Además, Rodríguez y López (2009), consideran que el sometimiento paulatino de la política presupuestal y de crédito público, derivado de la autonomía del Banco Central, impidió al gobierno llevar a cabo una política crediticia acorde a las necesidades del país, ya sea a través de la banca de desarrollo u otros mecanismos que podrían emplearse. Además, se debe considerar la Ley de Responsabilidad Fiscal, que impidió al gobierno implementar una política de déficit presupuestal acorde con las necesidades de inversión pública en infraestructura y desarrollo social.

Así, la primera década del nuevo milenio se caracterizó por la falta de una política financiera que involucrara a la banca comercial en el financiamiento de la inversión productiva del país; se careció de un marco de incentivos, como bajas tasas de interés, plazos mayores y renegociación de deudas, que reactivara la economía tras el descalabro financiero de 2008-09; cuyos efectos no fueron menores, por ejemplo, basta observar lo sucedido en materia de empleo a lo largo de la década; en 2005, la población desocupada como porcentaje de la población económicamente activa (PEA) fue de 3.85%, mientras que en 2009, llegó a ser de 6.15%. Sin embargo, los efectos no se limitaron al volumen de empleo generado, sino también a las condiciones del mismo, que por su puesto empeoraron; en este sentido, basta señalar que la población ocupada en actividades de tipo informal, como porcentaje de la PEA, fue de 26.95%, en 2005; mientras que para 2010 llegó a ser de 27.23%; con todas las consecuencias que esto implica para una sociedad como la mexicana (INEGI, 2016).

2.2.5 Rasgos del Sistema Financiero Mexicano (2015).

Las modificaciones hechas al sistema financiero mexicano a lo largo de las décadas pasadas, no han logrado constituirlo plenamente en una verdadera palanca de desarrollo para el aparato productivo nacional, cuyo bajo dinamismo continua siendo latente. Prueba de lo anterior, es la persistencia del problema de desintermediación financiera; ya que sólo las grandes corporaciones tienen acceso al sistema financiero; además de ser las únicas con capacidad para obtener créditos en fuentes externas; lo que de ninguna manera puede considerarse una situación benéfica para la economía en su conjunto (Girón y Correa, 2013). Y es que dicha desintermediación impide la constitución de una demanda financiera interna capaz de desarrollar un sistema eficiente, con suficientes instituciones distribuidas por todo el país, que cuenten con mecanismos e instrumentos financieros adecuados. Esto explica la escasa inversión de largo plazo en sectores productivos, como los bienes duraderos, infraestructura y sustitución de bienes de importación; reduciendo aún más la demanda económica, tan necesaria para desarrollar a las instituciones financieras.

Los préstamos bancarios al sector empresarial no financiero resultan insuficientes, lo que explica el hecho de que opciones como el crédito de proveedores represente la principal fuente de financiamiento para la pequeña y mediana empresa en el país, como se verá a detalle en el cuarto capítulo de la presente investigación. El crédito al consumo se ha posicionado indiscutiblemente como el principal destino de los recursos otorgados por la banca comercial, como puede observarse en el cuadro 2.1; en este punto cabe destacar, que esta es la razón que explica el gasto deficitario de las familias mexicanas, responsable de mantener el crecimiento de la demanda interna.⁴¹

Cuadro 2.1 Crédito bancario al sector privado (% crédito total)

| | Agrícola, silvícola y pesquero | Industrial | Servicios | Vivienda | Consumo | Privado total |
|------|--------------------------------------|------------|-----------|----------|---------|------------------|
| 1994 | 7.08 | 28.37 | 38.08 | 18.00 | 8.31 | 100 |
| 1995 | 5.73 | 27.23 | 34.47 | 23.58 | 5.84 | 100 |
| 1996 | 6.14 | 27.32 | 31.26 | 27.38 | 4.40 | 100 |
| 1997 | 6.15 | 27.64 | 31.02 | 28.83 | 3.95 | 100 |
| 1998 | 6.05 | 29.16 | 28.83 | 30.47 | 3.77 | 100 |
| 1999 | 5.48 | 27.23 | 28.75 | 31.41 | 4.53 | 100 |
| 2000 | 5.09 | 26.61 | 31.76 | 28.54 | 6.29 | 100 |
| 2001 | 4.85 | 26.34 | 30.74 | 27.05 | 9.45 | 100 |
| 2002 | 3.24 | 25.25 | 32.26 | 24.96 | 12.93 | 100 |
| 2003 | 3.30 | 24.97 | 30.76 | 21.60 | 18.63 | 100 |
| 2004 | 2.70 | 23.75 | 30.15 | 18.93 | 24.03 | 100 |
| 2005 | 2.44 | 18.54 | 27.12 | 20.69 | 31.16 | 100 |
| 2006 | 1.88 | 16.87 | 25.81 | 21.14 | 33.89 | 100 |
| 2007 | 1.89 | 20.58 | 24.84 | 19.54 | 33.12 | 100 |
| 2008 | 2.01 | 23.36 | 26.21 | 19.37 | 29.04 | 100 |
| 2009 | 1.83 | 25.06 | 27.04 | 21.49 | 24.54 | 100 |
| 2010 | 1.92 | 25.84 | 26.59 | 22.06 | 23.59 | 100 |
| 2011 | 1.99 | 25.33 | 27.04 | 20.49 | 25.14 | 100 |
| 2012 | 2.21 | 24.71 | 25.81 | 20.14 | 27.13 | 100 |
| 2013 | 2.12 | 23.90 | 26.87 | 19.74 | 27.37 | 100 |
| 2014 | 2.06 | 23.80 | 27.30 | 19.90 | 26.95 | 100 |
| 2015 | 2.23 | 24.15 | 27.84 | 19.68 | 26.10 | 100 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos, varios años.

Sin embargo, el consumo financiado con deuda, sólo es importante para el crecimiento, si se destina a demandar productos nacionales; pero, en el contexto de apertura comercial en el que se encuentra inserto el país, dicho incremento de demanda se ha destinado hacia bienes importados, impidiendo los efectos multiplicadores en beneficio de la producción y el empleo, con el creciente déficit comercial manufacturero que dicha situación implica. En el anexo 9 se observa que el crecimiento del crédito al consumo otorgado en el período 2000-2008, no impactó favorablemente sobre el crecimiento del PIB manufacturero, sino que fue acompañado del crecimiento de las importaciones de bienes de consumo.

⁴¹ En 2011, el crecimiento salarial de México fue de 0.8%, uno de los peores en América Latina, solo por encima de Colombia y Nicaragua, donde los salarios se estancaron. Pero muy lejos de lo hecho por otros países de la región: 20% en Argentina, 4.5% en Costa Rica, 4.3% en Uruguay y 3% en Venezuela (CEPAL, Balance preliminar 2012).

Además, como se dijo anteriormente, este tipo de crédito resulta muy costoso para la población, dadas las elevadas tasas de interés y comisiones, que lo caracterizan; y que representan cuantiosas ganancias para la banca.⁴² Dicha dinámica crediticia ha sido favorable para la empresa extranjera, debido a las grandes ventas que realiza en el país. Sin embargo, esta situación no puede ser permanente, ya que no se generan las condiciones productivas y creadoras de riqueza que la convaliden.

Aun así, el sistema financiero mexicano continúa basándose en el sector bancario, por lo que el crédito proveniente de este, sigue siendo más importante que otras formas de financiamiento, como los mercados de bonos o acciones. Sin embargo, el crédito bancario como porcentaje del PIB sigue siendo bajo si se le compara con el de las economías desarrolladas o con el de otros países en desarrollo; por ejemplo, en 2016, el crédito otorgado por la banca comercial representó el 22.51% del PIB (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2016). Además, cabe recordar que el destinado a consumo, es el que cuenta con el mayor porcentaje de participación; por lo tanto resulta crucial revertir ésta situación, dada su relación con el desarrollo del sector productivo; para lo cual se necesita mejorar las instituciones en el país y extender el acceso al financiamiento, a la pequeña y mediana empresa; que ha sido relegada a un segundo plano; a lo que ha contribuido la pérdida por parte del gobierno de los mecanismos de control y regulación relacionados con la direccionalidad de los créditos, así como la reducción en la tasa de reembolso por parte de la esfera productiva; lo que a su vez, ha promovido en cierta medida el que las instituciones bancarias se decanten a favor de prácticas especulativas, que en nada contribuyen al crecimiento y desarrollo económico del país.

Un ejemplo de lo anterior son los créditos destinados al mercado bursátil; muestra de lo insostenible que resulta la valorización del capital a través de instrumentos financieros; debido a que los deudores sólo tendrán capacidad de rembolsar su deuda mientras crezcan los precios de sus activos financieros y, por lo tanto, sus ingresos. Así, al crecer la Bolsa, aumenta la disponibilidad crediticia en beneficio de los poseedores de acciones, dada su capacidad de asegurar el pago de los créditos y porque presentan colaterales de alto valor para poderlos obtener. Y al ofrecer el sector bursátil condiciones de rentabilidad, los recursos crediticios obtenidos se invierten en el mercado de capitales, lo que retroalimenta el alza de precios de las acciones. Es decir, el pago de intereses de la deuda contraída para tales propósitos deviene de las propias ganancias obtenidas en tal sector, y no de los ingresos derivados de la esfera productiva.⁴³

⁴² Se ha configurado una situación de deudores en crisis con acreedores solventes. Por consiguiente, aunque no está en riesgo la estabilidad de las principales instituciones financieras, si está el futuro de varios millones de deudores. Esto supone un proceso negativo para el desarrollo de estas personas, tanto por lo que implica el gravamen sobre sus ingresos, si intentan pagar sus deudas, cómo por los efectos de bloqueo económico que enfrentan si dejan de pagar y son registrados en los burós de crédito.

⁴³ El precio de las acciones de la bolsa, así como de los bienes raíces, la tasa de interés y las ganancias de la banca, han crecido en mayor proporción que el ingreso nacional, el valor de los bienes y servicios, los salarios y las ganancias de la esfera productiva, lo que polariza la concentración de la riqueza en beneficio del capital financiero; situación difícil de sostener (Rodríguez y López, 2009).

2.3 Conclusión

A lo largo del presente capítulo se ha hecho una revisión de las principales reformas que ha experimentado el Sistema Financiero Mexicano durante las últimas cuatro décadas, con el objetivo de identificar sus efectos sobre el sector productivo, y así determinar la naturaleza de la relación entre ambos sectores; misma que resulta fundamental para el funcionamiento general de toda economía, y por lo tanto, en el caso de la mexicana, debe cuestionarse si los cambios llevados a cabo en el ámbito financiero, han generado los resultados esperados. En este sentido, se enfatizó la evolución del financiamiento al sector productivo, considerando que representa el vínculo más importante entre los sectores involucrados.

El fin del orden monetario internacional que predominó entre 1945 y 1973, modificó el funcionamiento del sistema financiero mexicano; se dismantelaron las políticas que permitían canalizar los recursos financieros al sector productivo, asignándole esta función a los mecanismos de mercado. Sin duda, la liberalización financiera fue la más controvertida de todas las reformas estructurales, dado su amplio espectro de efectos sobre la economía. A lo largo de los años, el marco regulatorio del sistema financiero mexicano fue desarticulado de manera parcial, desordenada e inconexa. Además, los problemas de supervisión y control, rebasaron el ámbito de las instituciones encargadas de ello, que no lograron comprender que la manipulación o manejo exclusivo de los instrumentos monetario-financieros, no son capaces de dar inicio a una nueva fase de crecimiento y estabilidad; sin antes considerar su relación con el sector real de la economía, para lo cual se deben construir los canales de financiamiento adecuados para el desarrollo del aparato productivo; lo que aún constituye un asunto pendiente en el caso de la economía mexicana.

La privatización de inicios de los noventa dio lugar a la extranjerización del sistema bancario, lo que vino acompañado de una mayor restricción del crédito destinado a las empresas nacionales, siendo las pequeñas y medianas (Pymes), las más afectadas. Mientras que la banca de desarrollo vio reducido su margen de acción. Así, la falta de crédito constituye una de las principales trabas para el crecimiento económico y la creación de empleos. Y es que a partir de dicha extranjerización, el sistema bancario, no fue capaz de asumir su principal función; es decir, la de otorgar créditos al sector productivo. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, esto no afectó sus márgenes financieros; que de hecho han alcanzado niveles históricos a partir de 1999.

En relación con el mercado de capitales, a pesar de estar sujeto a profundos cambios tanto en su constitución, como en su funcionamiento, este aún no logra consolidarse como una verdadera opción de financiamiento para la pequeña y mediana empresa. De igual forma, se diversificaron los intermediarios financieros, pero sus innovaciones en este campo no consiguieron desarrollarse plenamente hasta colocarse al alcance de la mayoría. Es decir, frente al debilitamiento de la estructura financiera basada en el mercado de créditos; las nuevas instituciones financieras privadas no fueron capaces de asumir de manera eficiente y funcional el financiamiento al sector productivo.

Así, la mayor deficiencia del sector financiero mexicano, para efectos de la presente investigación, es la escasez de financiamiento al sector privado, especialmente hacia las empresas manufactureras; que aunado a la volatilidad del mercado bursátil, al bajo desarrollo del mercado de capitales y bonos, así como al hecho de que los mercados estén limitados a un número reducido de grandes empresas y los bonos estén dominados por las agencias del gobierno; ha impedido la conformación de un sistema financiero congruente con las

necesidades de la población y la producción; lo que a su vez ha contribuido de manera importante al estancamiento del PIB durante los últimos años, y a la gestación de un ambiente caracterizado por la volatilidad y vulnerabilidad financiera, que representa un riesgo potencial de crisis.⁴⁴

Por lo tanto, resulta difícil catalogar como un caso exitoso, a la transición del sistema financiero mexicano, de un esquema caracterizado por represión financiera, hacia uno de libre mercado; dadas las distintas distorsiones que presenta, y que obligan a considerar una serie de medidas que permitan corregirlas; principalmente, deben fortalecerse los lazos entre el sector productivo y el financiero, que habrán de estar cobijados por políticas industriales activas que garanticen el crecimiento económico; y para lo cual deberán crearse redes entre el ahorro financiero y el sector productivo. Lo que a su vez obliga a trabajar en distintos frentes; primero, reactivando la función crediticia de la banca, sin olvidar la importancia de la banca de desarrollo, capaz de dirigir recursos a sectores productivos específicos; segundo, garantizando financiamiento de largo plazo, para lo cual habrá que recurrir al mercado de capitales, y al creciente ahorro interno proveniente de los fondos de pensiones; y tercero, llevar a cabo un monitoreo de las actividades industriales que permita incrementar la eficiencia de la inversión de largo plazo, en pro del desarrollo industrial del país.

Y es que si algo mostró la crisis financiera de 2008-09 fue que en ausencia de fuertes regulaciones, las instituciones financieras tienden hacia la especulación y el fraude financiero; que constituyen el preludio de una crisis bancaria-financiera-económica. Por lo tanto, resulta imperativo establecer mayores y mejores controles, que contribuyan a reducir el riesgo sistémico de los mercados internacionales. Para esto, es necesario considerar que las instituciones encargadas de ello, requieren de tiempo para su creación y fortalecimiento, por lo que la liberalización financiera y, probablemente, cualquier otro cambio estructural debe llevarse a cabo de manera gradual.

⁴⁴ México crece por debajo de la media del resto de los países de América Latina. La tasa de crecimiento económico promedio de México entre 2006 y 2015 fue de 4.21%, cifra menor al promedio de 9.67% de los países de la región latinoamericana, durante el mismo periodo (Fondo Monetario Internacional, 2016).

Capítulo III. Análisis del desarrollo del sector productivo frente al del sector financiero.

3.1 Introducción

En la presente investigación se ha abordado el proceso de financiarización, que en el caso de México se gesta a partir de la implementación de una serie de reformas económicas de gran envergadura, que formaron parte del proceso de adopción del modelo neoliberal de crecimiento. Entre dichas reformas, destaca la liberalización del sistema financiero mexicano, cuyos efectos no solo abarcarían el ámbito financiero, sino que también tendrían repercusión en el productivo. De hecho, uno de los principales argumentos detrás de dicha reforma, fue el impulso que representaría para el sector productivo; ya que el sistema financiero mexicano a inicios de los ochenta, no solo se consideraba obsoleto, sino que era señalado como un serio obstáculo para el crecimiento económico del país, por lo que resultaba necesaria su transformación.

Por otro lado, se llevó a cabo un proceso de apertura comercial, que constituye otra de las grandes reformas derivadas de la adopción del modelo neoliberal; que supuso una reestructuración del aparato productivo nacional; que transitó de un modelo de industrialización por sustitución de importaciones, a uno orientado principalmente a exportaciones, con el objetivo de aprovechar los beneficios del libre mercado. De esta manera, tanto el sector financiero, como el productivo, fueron sujetos a una profunda transformación; en ambos casos, con el objetivo de gestar un periodo de crecimiento sostenido; resultado de la correcta interacción entre ambos sectores.

En este sentido, son diversos los aspectos que vinculan a estos dos sectores; por ejemplo; se esperaba que el desarrollo de los mercados financieros, representara un nuevo espacio para la obtención de ganancias por parte de las empresas, que de esta manera podrían llevar a cabo proyectos de inversión más ambiciosos; es decir, la inversión productiva se vería beneficiada. Por otro lado, la competencia al interior del sector bancario, promovería una reducción en el costo del crédito otorgado al sector productivo, por lo tanto, las empresas tendrían un mejor y mayor acceso al financiamiento de este tipo. De igual forma, derivado del desarrollo del sector financiero; el sector bursátil podría finalmente constituirse como una verdadera opción de financiamiento para las empresas, que de esta manera podrían atraer capital privado, tanto nacional, como extranjero. Además, se consideraba que una mayor profundidad financiera, mejoraría también el acceso de la población al crédito; lo que permitiría la constitución de un poderoso mercado interno; que a su vez, implicaría una serie de efectos positivos sobre el tejido industrial.

Es decir, son diversas las razones por las que el desarrollo del sector financiero tiene la capacidad de influir positivamente sobre el sector productivo; por lo tanto, si bien es cierto, el ritmo de crecimiento de ambos sectores no debería ser exactamente el mismo; al menos sí debería presentar un comportamiento similar; por ende, podría esperarse que el abrupto desarrollo del sector financiero, fuera acompañado de uno similar en el sector productivo. En este sentido, y con el objetivo de evaluar esta supuesta relación positiva entre ambos sectores; en el presente capítulo, se analiza por separado el comportamiento de cada uno de ellos; comenzando por el sector productivo; en donde se pondrá especial atención en el proceso de apertura comercial, dado el grado de injerencia que tuvo sobre el tejido industrial del país. De esta manera, será posible determinar si el desempeño de dicho sector, es similar al del sector financiero en los últimos años. Por su parte, éste último se analizará a través de sus niveles de rentabilidad y valor operado.

A través de este análisis, será posible determinar si las reformas, responsables del abrupto desarrollo del sector financiero, han generado los efectos esperados sobre el sector productivo; de ser así, el comportamiento de ambos sectores debería ser similar; de lo contrario, se obtendría un argumento a favor de la hipótesis general de investigación, y contrario a lo que sostiene la teoría ortodoxa, en relación a la interacción de los dos sectores bajo análisis.

Cabe señalar, que a pesar de la vasta serie de vínculos entre ambos sectores, algunos señalados en párrafos anteriores; la presente investigación se limita principalmente al análisis de dos de ellos; el primero, relacionado con las fuentes de financiamiento a las que tiene acceso el sector productivo; y el segundo, referente a los cambios en términos de inversión productiva, como resultado del incremento de las actividades de índole financiera. Dichos vínculos serán desarrollados en los siguientes dos capítulos del trabajo; por lo que a continuación, únicamente se evalúa el comportamiento durante los últimos años de los dos sectores involucrados, como un primer acercamiento al proceso de financiarización de la economía mexicana.

3.2 Evolución del sector productivo mexicano.

Una de las características compartidas por los países ahora desarrollados, es que en algún momento de su historia transitaron por periodos intensos de industrialización interna vía la introducción de industrias con beneficios crecientes, y manteniendo las ganancias de productividad bajo la forma de salarios reales progresivos. Por lo tanto, la industrialización no debe ser vista como un fin en sí mismo, sino como el principal medio para aprovechar los beneficios del progreso técnico, y así lograr un verdadero crecimiento y desarrollo económico (Prebisch, 1950).

En este sentido, Kaldor (1963) enfatiza la distinción entre las actividades con rendimientos crecientes, asociadas a la industria y aquellas con rendimientos decrecientes, de carácter extractivo o desvinculadas de la industria; porque solamente, las del primer tipo cuentan con la capacidad para detonar periodos de crecimiento económico sostenido. Por lo tanto, el crecimiento del sector industrial, principalmente manufacturero, adquiere gran relevancia, dada su influencia sobre el crecimiento de la economía en su conjunto. Lo que explica, los esfuerzos que diversas naciones han realizado para detonar procesos de acelerada industrialización.

Es decir, la importancia de dichos procesos es clara, sin embargo, la orientación que deben seguir, no lo es tanto, de hecho es justamente en ese aspecto en el que se ha centrado la discusión teórica sobre el tema durante las últimas décadas. Por un lado, se pugna por la satisfacción del mercado interno, y por el otro, se recomienda enfocar el proceso hacia la demanda externa; aprovechando con ello las ventajas comparativas del país en cuestión. En el caso de América Latina; la gran depresión y la segunda guerra mundial propiciaron una industrialización interna forzada hasta la década de los ochenta; así, el primero de los enfoques se materializó en el modelo de sustitución de importaciones, responsable del periodo de mayor crecimiento de la región, por ejemplo, en el caso de México el promedio de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) entre el año 1942 y 1982, fue de 6.1%, mientras que de 1983 a 2016, el dato fue de 2.3% (INEGI, 2016). Sin embargo, a dicho modelo se le terminó culpando del bajo crecimiento que experimentaron las economías

latinoamericanas a mediados de los años setenta; se responsabilizó de la situación a la restricción externa, a la carencia de ahorros y al exceso de gasto gubernamental.

Ante lo cual, la respuesta fue el modelo de industrialización orientado a exportaciones, ya que se generalizó la creencia de que solo promoviendo el desarrollo del sector exportador, se lograría realmente detonar un etapa de crecimiento sostenido. Esto, bajo la lógica de que las exportaciones generarían un crecimiento de la demanda de insumos domésticos; incrementarían el ingreso nacional, tanto por los ingresos provenientes de las exportaciones, como de la mayor demanda interna de insumos; y también elevarían la demanda agregada y, por ende la producción de bienes de consumo doméstico. Además, de convertirse en una importante fuente de divisas para la importación de bienes intermedios y de capital, necesarios para enfrentar el incremento de la producción interna. Esto debiera traducirse en una mayor estabilidad, que alentaría las inversiones, que al combinarse con un crecimiento significativo de la producción, permitirían el aprovechamiento de economías de escala y el desarrollo tecnológico (Cabrera, 2006).

A partir de entonces, no sólo se impulsó la apertura comercial, sino también la desregulación financiera, bajo la lógica de que los capitales fluirían hacia los países en los que el valor de la productividad marginal fuera alto, contribuyendo a la homogenización de la variable. Así, los beneficios de la globalización se basaron en las ganancias del comercio y en la óptima colocación global de los recursos. De igual manera se promovió un acelerado proceso privatizador, bajo el argumento de que la iniciativa privada lograría una asignación más eficiente de los factores productivos, lo que se consideraba como la parte medular de la industrialización orientada a exportaciones. En México, el programa de privatización se instauró durante el periodo 1982-88, pero fue entre 1988 y 1994 cuando cobró mayor impulso, al privatizarse las empresas más grandes y rentables en el área de telecomunicaciones, aerolíneas, equipo de transporte, banca y minería.

El proceso de desregulación y apertura comercial se llevó a cabo en tres etapas, la primera consistió en la eliminación unilateral de los permisos previos de importación sobre 80% de las fracciones arancelarias y el ingreso en 1986 al Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT). La segunda, estuvo vinculada con el programa de estabilización (Pacto de Solidaridad Económica) debido a que se argumentó que la competencia externa contribuiría a la reducción de la inflación por medio de la "ley de un solo precio", con la que se pretendía fijar un límite a los precios de los bienes comercializables y, al mismo tiempo, abatir el costo de los bienes intermedios. Y la última se caracterizó por el fortalecimiento de las relaciones bilaterales con los principales socios comerciales, entre las que destaca la firma del Tratado de Libre Comercio entre Canadá, Estados Unidos y México (Kregel, 2009).

Esta serie de reformas tuvieron como objetivo principal la estabilización macroeconómica del país, por lo que también se implementaron medidas políticas, tanto fiscal como monetaria, restrictivas; con las que se esperaba generar un vigoroso proceso industrializador que de acuerdo a la teoría, propiciaría un periodo de expansión económica de largo plazo. Es decir, se consideró al desarrollo industrial como una consecuencia de condiciones macroeconómicas óptimas, derivadas de la competencia perfecta y la actuación libre de las fuerzas de mercado (Dussel, 1997).

De esta manera, en los primeros años de la década de los ochenta, comenzó una reestructuración del aparato productivo nacional, cuyo desarrollo quedó sujeto al crecimiento del sector exportador; lo que aunado a la revolución tecnológica en transporte y

comunicaciones, en teoría propiciaría la diversificación geográfica del proceso productivo, bajo la lógica del abaratamiento de los costos; estrategia con la que se buscaba compensar la caída de los niveles de ganancia. Este contexto atrajo a múltiples empresas transnacionales, que a la postre serían las responsables en gran medida del incremento del producto manufacturero.⁴⁵ Sin embargo, la división geográfica horizontal de la producción, implicó que muchos procesos se redujeran a ensamble de bienes semiterminados importados, con lo que el reparto salarial se constituyó en el único beneficio para el país, que además, se vio obligado a mantener salarios bajos para seguir atrayendo dicha inversión, que dadas las características del país incrementó el contenido importado de las exportaciones (González, 2010).⁴⁶

Autores como Kregel (2009), Molina y Zárata (2009), sostienen que dicha inversión, a pesar de incrementar el nivel de exportación, no sólo no ha logrado generar encadenamientos productivos hacia adelante y hacia atrás, lo que si se promovió bajo el modelo de sustitución de importaciones, sino que además, intensificó el proceso de repatriación de ganancias.⁴⁷ Lo que cuestiona el argumento sobre la necesidad que tienen los países subdesarrollados de recibir recursos del extranjero para lograr un periodo de crecimiento sostenido; además, dichos autores señalan que el gran desempleo de recursos internos en estos países, constituye un signo inequívoco del desequilibrio estructural resultado del escaso desarrollo del sector industrial, que paradójicamente es resultado del modelo industrializador imperante. Por lo tanto, el problema no puede ser resuelto con financiamiento externo en la ausencia de un plan para construir una industria interna que en el mediano plazo sustituya paulatinamente las importaciones de bienes de capital y restrinja las importaciones de bienes de consumo.⁴⁸

Además, la falta de un sector industrial potente, no solo promueve una mayor oferta de trabajo poco calificado, y salarios deprimidos; sino que también, hace inviable cualquier impulso fiscal para generar un periodo de crecimiento económico sostenido, dado que los efectos de dicho impulso terminarían por fugarse a través del incremento en el nivel de importaciones.⁴⁹ Por ende resulta imperativo evaluar si la estrategia de desarrollo orientada a exportaciones, ha logrado detonar un verdadero proceso industrializador, que le permita al país superar sus problemas estructurales, y de esta manera, avanzar sobre una senda de crecimiento sostenido en el largo plazo. Para ello, habrá que establecer el impacto que dicha estrategia ha tenido sobre la composición de la estructura productiva, poniendo especial interés en el comportamiento del sector manufacturero, dada su capacidad de arrastre de la economía en su conjunto, y posteriormente, determinar si el modelo ha sido capaz de generar el periodo de crecimiento económico prometido.

⁴⁵ Las ramas productivas con una elevada participación de capital extranjero en su producción bruta contribuyen de manera importante al total de las exportaciones manufactureras; es decir, el capital transnacional se localiza en los sectores más dinámicos de la economía (Molina y Zárata, 2009).

⁴⁶ Se crearon zonas de ensamble libres de impuestos, en las que bienes semiterminados son importados sin cargo alguno, para ser ensamblados en bienes finales.

⁴⁷ De acuerdo al Information Economy Report de la UNCTAD (2015), la inversión de las compañías transnacionales ha aumentado las importaciones, la deuda externa y su servicio, más de lo que han aumentado los ingresos en moneda extranjera, con lo que se ha agudizado la restricción externa sobre el crecimiento.

⁴⁸ Si los recursos internos estuvieran plenamente utilizados, la razón para atraer capitales externos se reduce en gran medida. Es preciso recordar que el capital extranjero sólo puede contribuir al crecimiento del país, si permite el incremento de las exportaciones y la reducción de las importaciones, con lo que sería posible por un lado amortizar y pagar el interés de deudas pasadas, y por el otro, fortalecer el tejido productivo nacional (González, 2010).

⁴⁹ De acuerdo con Furtado (1963), el multiplicador keynesiano pierde validez en el caso de las economías en desarrollo, dada la elevada dependencia a los bienes de capital importados, que presentan.

Y ya que por lo general se utiliza el incremento en el nivel de exportaciones como argumento del buen funcionamiento del modelo de industrialización imperante; se iniciará el análisis de éste, justamente por dicho aspecto. En el cuadro 3.1 se observa que el porcentaje de participación de las exportaciones mexicanas en el total, a nivel global, en 1983 era de 1.41%; una década después no se había modificado; para 2003 alcanza su nivel más alto, 2.24%; en 2011 se reduce a 1.96%; y finalmente, en 2014, el porcentaje es de 2.1%. Por otro lado, la participación de México en las importaciones de mercancías a nivel mundial, que en 1983 apenas significaban 0.66%; si presenta un crecimiento significativo en la década siguiente, llegando a 1.78%; alcanzando su máximo nivel también en 2003, con 2.27%; disminuyendo a 2% en 2011; mientras que en 2014, el porcentaje es de 2.2%. Es decir, en efecto existe un crecimiento en el nivel de exportaciones, pero no debe omitirse que ha sido acompañado de un incremento aún mayor en el nivel de importaciones, lo que es evidenciado en el gráfico 3.1, al menos en lo que se refiere al sector manufacturero, cuya importancia ya se ha explicado.

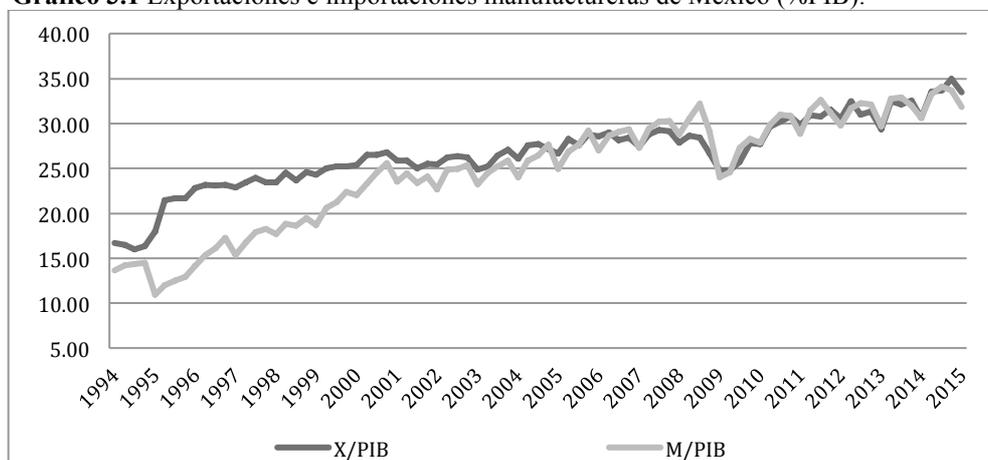
Además, se deben considerar los cambios en el valor agregado global de bienes manufacturados exportados, que durante la década de los ochenta fue de 23.2%, y que para la segunda década del nuevo milenio se redujo a 17.5%; por lo tanto, resulta lógico cuestionar, si en realidad se ha logrado fortalecer el tejido industrial del país; dado que es posible inferir que en el incremento de las exportaciones mexicanas; un porcentaje importante obedece a actividades relacionadas con el ensamble de productos intermedios, en finales; actividad característica de las empresas transnacionales (véase cuadro 3.2).

Cuadro 3.1 Participación de determinadas economías, en exportaciones e importaciones mundiales de mercancías.

| | | 1948 | 1953 | 1963 | 1973 | 1983 | 1993 | 2003 | 2011 | 2014 |
|-----------------|---|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| México | X | 0.95 | 0.71 | 0.63 | 0.39 | 1.41 | 1.41 | 2.24 | 1.96 | 2.10 |
| | M | 1.03 | 0.95 | 0.76 | 0.64 | 0.66 | 1.78 | 2.27 | 2.00 | 2.20 |
| Alemania | X | 1.35 | 5.26 | 9.30 | 11.67 | 9.22 | 10.34 | 10.19 | 8.26 | 8.00 |
| | M | 2.25 | 4.48 | 7.99 | 9.25 | 8.13 | 9.05 | 7.86 | 6.94 | 6.40 |
| China | X | 0.89 | 1.22 | 1.30 | 1.02 | 1.21 | 2.50 | 5.94 | 10.66 | 12.40 |
| | M | 0.62 | 1.59 | 0.89 | 0.88 | 1.14 | 2.75 | 5.36 | 9.66 | 12.70 |
| India | X | 2.21 | 1.31 | 1.04 | 0.50 | 0.50 | 0.59 | 0.80 | 1.71 | 1.70 |
| | M | 2.29 | 1.36 | 1.51 | 0.54 | 0.75 | 0.60 | 0.94 | 2.56 | 2.40 |

Fuente: Elaboración propia con base en OMC Reporte sobre comercio y acuerdos internacionales (2016).

Gráfico 3.1 Exportaciones e importaciones manufactureras de México (% PIB).



Fuente: Elaboración propia con base en OMC Reporte sobre comercio y acuerdos internacionales (2016).

Por otro lado, el cuadro 3.3 muestra que la participación del sector industrial en el PIB nacional, se ha reducido; lo que incrementa las dudas sobre la eficiencia del nuevo modelo basado en exportaciones, como promotor de un proceso de industrialización. En este sentido, el gráfico 3.2 muestra una caída de la participación de las actividades secundarias, y de las relacionadas con la manufactura, en el PIB total; es decir, la evidencia indica que el esperado proceso de industrialización no ha logrado materializarse; y por lo tanto, tampoco se han generado los efectos positivos que debían acompañarlo; por ejemplo, el incremento en los niveles de empleo, no solo en términos cuantitativos, sino también cualitativos; lo que constituía el mayor beneficio social; porque implicaba una mayor oferta de empleo bien remunerado.

Cuadro 3.2 Valor agregado de la manufactura (% PIB). México.

| 1960-69 | 1970-79 | 1980-89 | 1990-99 | 2000-09 | 2010-15 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 20.1 | 22.7 | 23.1 | 19.9 | 18.1 | 17.5 |

Fuente: Elaboración propia con base en UNCTAD. Reporte sobre desarrollo y comercio (2015).

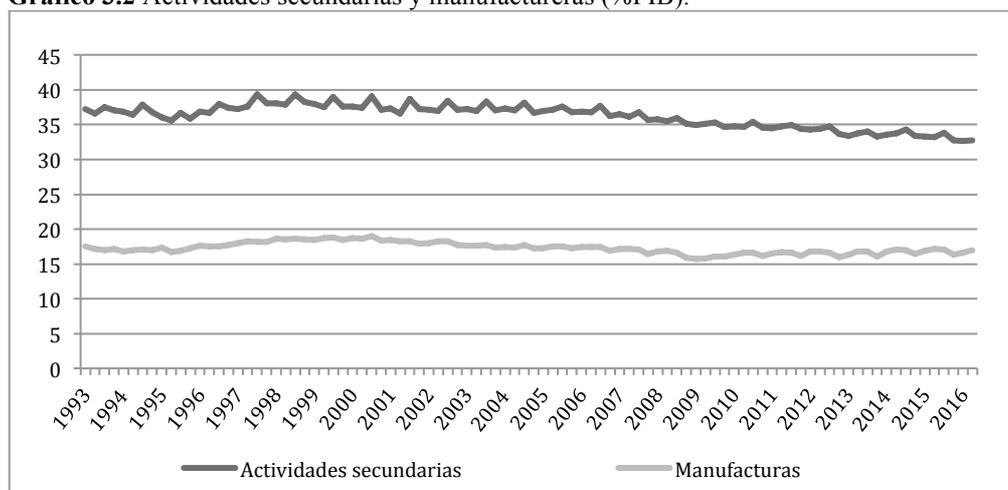
Cuadro 3.3 Porcentaje del sector industrial en el PIB. México.

| 1970-79 | 1980-89 | 1990-99 | 2000-06 | 2008 | 2015 |
|---------|---------|---------|---------|------|------|
| 25.5 | 29.8 | 27.4 | 26.3 | 24.3 | 23.7 |

Fuente: Elaboración propia con base en UNCTAD, Handbook of Statistics (2015).

Sin embargo, tampoco en este aspecto, la evidencia es satisfactoria, y es que la población ocupada en actividades secundarias disminuyó a partir de 1990, año en el que logró su máximo nivel (27.79%), porque para 2015, el porcentaje fue de 24.7%, a diferencia de la población ocupada en actividades terciarias, cuyo crecimiento es notable como puede observarse en el cuadro 3.4, sin mencionar el acelerado crecimiento de las actividades informales que ha registrado el país. Lo que aunado a la política de contención de salarios impuesta a lo largo de las últimas dos décadas, ha mermado la fortaleza del mercado interno, contribuyendo también al debilitamiento de las cadenas productivas; y por ende, de la capacidad de la economía para generar los empleos que el país necesita.

Gráfico 3.2 Actividades secundarias y manufactureras (%PIB).



Fuente: Elaboración propia con base en INEGI (2016).

Si bien es cierto que las exportaciones presentan un incremento importante durante las últimas dos décadas, éste es cada vez más débil. Y además, su composición se ha visto

alterada; por ejemplo, la participación de las exportaciones manufactureras en el total exportado se ha reducido, dando lugar a las relacionadas con el sector terciario. Situación que se repite en la composición del PIB, en el que las actividades terciarias cada vez representan un mayor porcentaje, lo que contrasta con los resultados esperados del modelo de industrialización orientado a exportaciones, ya que justamente es el sector secundario el que se debía haber potenciado (véase anexo 10).

Lo anterior, guarda relación con la evolución que ha tenido la producción manufacturera en las últimas décadas; en las que no ha logrado recuperar la tasa de crecimiento que mostró en 1979 (10.9%), o en 1996 (9.36%); y que para 2014 fue de tan solo 2.5%; es decir, en este caso, también se ha debilitado el ritmo de crecimiento, como en el caso de las exportaciones (véase anexo 11).

Por lo tanto, considerando los datos hasta ahora mostrados, resulta difícil sostener que el incremento en el volumen de las exportaciones haya sido suficiente para detonar una fase de crecimiento sostenido; de hecho, no ha logrado fortalecer al sector manufacturero, que como se mostró, experimenta una reducción de su participación en el PIB; y cabe señalar que durante el periodo en el que el modelo de industrialización orientado a exportaciones ha estado vigente, ha sido incapaz de revertir el déficit comercial característico de la economía mexicana.

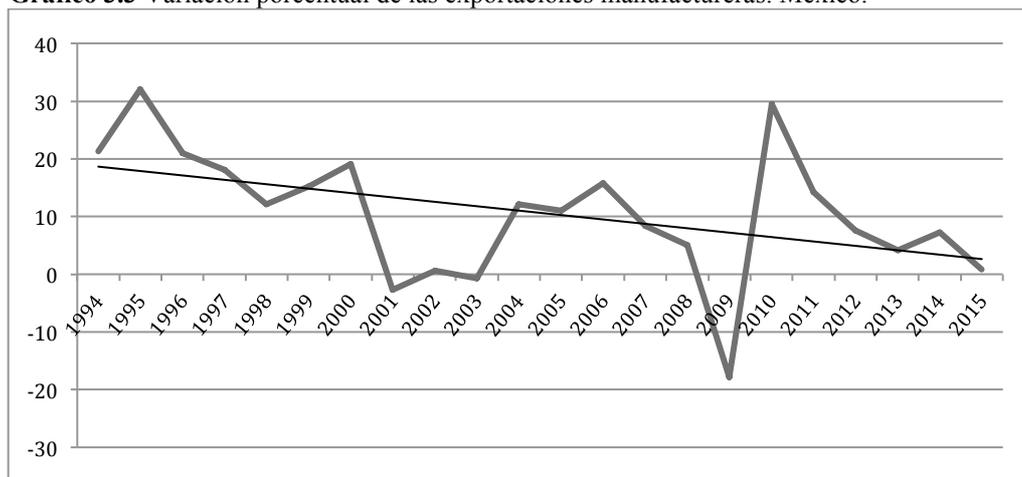
Cuadro 3.4 Población ocupada por tipo de actividad económica (% del total).

| | Primarias | Secundarias | Terciarias |
|-------------|------------------|--------------------|-------------------|
| 1895 | 62.50 | 14.55 | 16.23 |
| 1900 | 61.90 | 15.66 | 16.33 |
| 1910 | 67.15 | 15.05 | 16.57 |
| 1921 | 71.43 | 11.49 | 9.30 |
| 1930 | 70.20 | 14.39 | 11.36 |
| 1940 | 65.39 | 12.73 | 19.07 |
| 1950 | 58.32 | 15.95 | 21.45 |
| 1960 | 54.21 | 18.95 | 26.12 |
| 1970 | 39.39 | 22.95 | 31.88 |
| 1980 | 25.80 | 20.68 | 24.30 |
| 1990 | 22.65 | 27.79 | 46.13 |
| 1995 | 22.54 | 24.37 | 52.75 |
| 2005 | 14.78 | 25.57 | 58.90 |
| 2006 | 14.12 | 25.80 | 59.31 |
| 2007 | 13.67 | 25.82 | 59.78 |
| 2008 | 13.60 | 25.14 | 60.49 |
| 2009 | 13.68 | 23.91 | 61.74 |
| 2010 | 13.80 | 23.97 | 61.59 |
| 2011 | 13.56 | 23.84 | 61.94 |
| 2012 | 13.60 | 23.59 | 62.13 |
| 2013 | 13.54 | 23.85 | 62.03 |
| 2014 | 13.66 | 24.34 | 61.43 |
| 2015 | 13.32 | 24.70 | 61.40 |

Fuente: Elaboración propia con base en Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE, 2016).

Ante tal escenario, son muchas las recomendaciones que se han hecho para revertir la situación del sector productivo nacional, una de ellas es el impulsar un modelo de industrialización selectiva; que aproveche de manera más eficiente las ventajas productivas con las que cuentan algunos sectores. Sin embargo, en el caso de México, dichos sectores, son aquellos con mayor vinculación a la dinámica internacional; dependientes de la demanda externa y con gran participación de capital extranjero; limitando la inversión nacional en tales sectores; pero también relegando a segundo plano, aquellos sectores dependientes de la demanda interna, y en los que el capital nacional tiene mayor participación; lo que explica en cierta medida el escaso desarrollo de estos últimos.

Gráfico 3.3 Variación porcentual de las exportaciones manufactureras. México.



Fuente: Elaboración propia con base en OMC Reporte sobre comercio y acuerdos internacionales (2016).

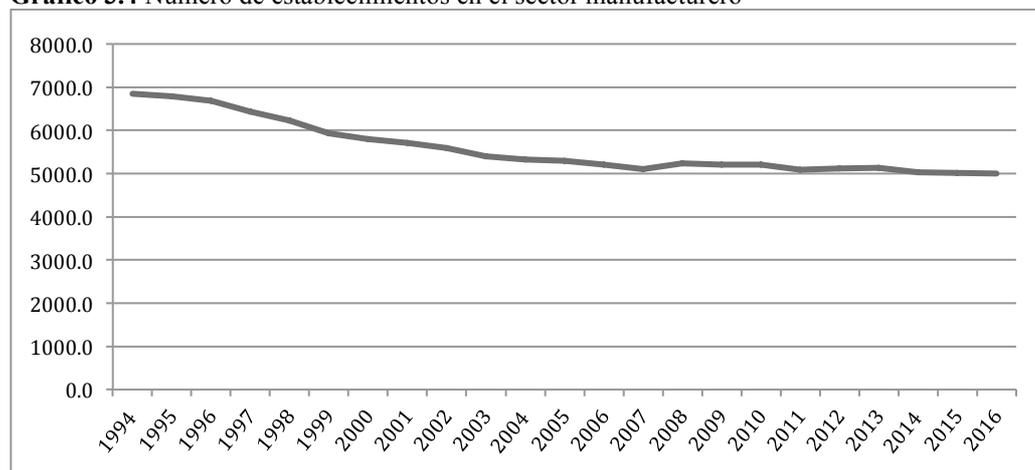
De hecho, de acuerdo con González (2010), dichos sectores han experimentado un proceso de involución; al no verse beneficiados del incremento en el nivel de exportaciones, lo que obedece a su falta de competitividad frente a empresas transnacionales. Un ejemplo de esto, es lo sucedido con la industria del chocolate en México; para la cual, el nuevo modelo de industrialización ha significado prácticamente su desaparición; y este caso se repite en otras industrias, como la del vestido y la del juguete que parecen estar condenadas al mismo destino. Por ejemplo, en el caso de esta última, se han perdido 80% de sus factorías en los últimos 10 años, de un total de 375 jugueteras, sólo existen 45 actualmente. Y tal situación se replica en menor o mayor grado en la mayoría de las ramas industriales con participación de capital nacional, como se muestra en el gráfico 3.4, en el que es evidente la reducción en el número de establecimientos relacionados con el sector manufacturero.

A partir de análisis similares, autores como González (2010), han argumentado que durante las últimas décadas, se ha configurado un proceso de desindustrialización en la economía mexicana; lo que explicaría el comportamiento errático en las tasas de crecimiento de las distintas ramas industriales que se muestran en el cuadro 3.5; y que de ninguna manera puede ser considerado como un rasgo de fortalecimiento del tejido industrial.

Por ejemplo, la rama de alimentos, en más de una década no ha logrado igualar, el crecimiento mostrado en 1998 (6.6%); la rama textil logró una tasa de crecimiento de 15.7% en 1996, para posteriormente descender a -23.9% en 2009; el sector de la madera obtuvo una tasa de crecimiento de 6.9% en el año de 1996, para después descender en el 2014, a -0.65%; la rama de papel consiguió una tasa de crecimiento de 12.7% en 1997, y posteriormente disminuyó a -7.2%, en el 2009, para situarse en 3.14%, en 2014; por su parte, la industria química logró una tasa de crecimiento de 6.8% en 1997 para luego bajar a -15.4% en el 2009

y 2.11%, en 2014; minerales no metálicos experimentó una tasa de 8.1% en 1996, para disminuir a -8.4% en el 2009, mientras que para 2014 el porcentaje fue de 1.58%; las industrias metálicas no se han acercado nuevamente al crecimiento obtenido en 1996 (18.8%); el caso de la rama de maquinaria y equipo es muy similar, en 1996 obtuvo 22.3%, y desde entonces no sólo no ha equiparado dicho crecimiento, sino que presenta niveles negativos, misma situación por la que ha atravesado la última de las ramas expuestas en el cuadro 3.5.

Gráfico 3.4 Número de establecimientos en el sector manufacturero



Fuente: Elaboración propia con base en BIE-INEGI (2016).

Cuadro 3.5 Tasas de crecimiento de la producción manufacturera.

| | Total | I | II | III | IV | V | VI | VII | VIII | IX |
|-------------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1993 | -0.7 | 3.1 | -2.7 | -2.5 | -2 | -1.7 | 2.7 | 3.2 | -4.1 | -2.5 |
| 1994 | 4.1 | 3.3 | 1 | 1.9 | 2.9 | 3.4 | 4.5 | 6.2 | 6.7 | 2.2 |
| 1995 | -4.9 | 0 | -6.3 | -7.8 | -7.6 | -0.9 | -11.7 | 4.1 | -10.3 | -10.2 |
| 1996 | 10.8 | 3.3 | 15.7 | 6.9 | 1.3 | 6.6 | 8.1 | 18.8 | 22.3 | 14.4 |
| 1997 | 9.9 | 3.2 | 10.5 | 6.7 | 12.7 | 6.8 | 5.9 | 11.1 | 19.1 | 10.5 |
| 1998 | 7.4 | 6.6 | 3.9 | 4.4 | 5.9 | 6.1 | 5.2 | 4 | 11.5 | 7.9 |
| 1999 | 4.2 | 4 | 3.1 | 0.5 | 5 | 2.4 | 1.8 | 0.4 | 6.9 | 5.8 |
| 2000 | 6.9 | 3.9 | 5.4 | 3.9 | 2.7 | 3.3 | 4.1 | 3 | 13.6 | 8.2 |
| 2001 | -3.8 | 2.3 | -8.6 | -6.7 | -4.3 | -3.8 | -1.7 | -7.1 | -6.9 | -2.1 |
| 2002 | -0.7 | 1.8 | -5.8 | -4.9 | -1.8 | -0.2 | 3.8 | 1.3 | -2.2 | -3.2 |
| 2003 | -2 | 1.2 | -8.9 | 0.2 | -1.7 | 1.8 | 0.7 | 3.4 | -5.9 | -8.3 |
| 2004 | 4 | 3.3 | 2.8 | 2.2 | 2.9 | 3.1 | 3.8 | 6.9 | 5.2 | 2.8 |
| 2005 | 1.4 | 2.6 | -3 | -0.7 | 1.1 | 0.6 | 3.5 | 2 | 1.5 | 0.4 |
| 2006 | 4.7 | 2.6 | -1.5 | -2.6 | 3.7 | 2.5 | 5 | 3.1 | 10 | 3.1 |
| 2007 | 1 | 1.6 | -4.5 | -0.2 | 2.7 | 1.8 | 3.2 | 1.4 | 1.3 | -6.5 |
| 2008 | -0.7 | 3.9 | -16.3 | -7.6 | 7.7 | -3.2 | -3.8 | -0.5 | 0.8 | 1.7 |
| 2009 | -9.9 | 0.4 | -23.9 | -4.4 | -7.2 | -15.4 | -8.4 | -0.5 | -12.4 | -0.7 |
| 2010 | 9.23 | 3.86 | 5.97 | 6.81 | 9.88 | 3.92 | 3.06 | 9.16 | 8.51 | 3.3 |
| 2011 | 6.86 | 5.27 | 2.72 | 2.11 | 3.03 | 7.40 | 6.91 | 8.78 | 6.35 | 2.1 |
| 2012 | 6.60 | 5.57 | 5.44 | 7.63 | 5.23 | -2.57 | 4.42 | 8.41 | 6.43 | -2.34 |
| 2013 | 1.34 | 1.51 | -6.88 | -0.14 | 2.80 | 2.84 | -2.76 | -4.46 | -3.09 | 1.2 |
| 2014 | 3.16 | 3.30 | 3.99 | -0.65 | 3.14 | 2.11 | 1.58 | 4.20 | 4.74 | 1.7 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Informe anual 2003, 2007, 2010 y 2015.

Lo anterior, genera dudas sobre los verdaderos resultados del nuevo modelo de industrialización orientado a exportaciones, ya que no es posible argumentar de manera contundente que el sector manufacturero se haya visto fortalecido, y con ello el aparato productivo en general de la economía mexicana. Si bien es cierto que la crisis financiera de 2008-09 seguramente habrá intensificado los indicadores en dicho periodo; la tendencia decreciente de los sectores mencionados no se reduce a un par de años.

La inversión fija bruta es otra de las variables, cuyo análisis se torna oportuno, dadas sus implicaciones en el desarrollo del sector productivo nacional. Durante las últimas décadas, dicha variable presenta una serie de cambios, tanto en su volumen, como en su composición. Por ejemplo, su ritmo de crecimiento no ha logrado superar la barrera de los dos dígitos desde 1994, cuando fue de 13%; de hecho, tanto en 2001, como en 2009, presentó niveles negativos, -3.29% y -9.21% respectivamente. Este comportamiento de ninguna manera es acorde con las necesidades de desarrollo y crecimiento de la economía mexicana, porque lejos de probar que bajo el nuevo modelo de industrialización se ha promovido la formación de nuevos stocks de capital, necesarios, para el incremento de la productividad, del dinamismo industrial, y por consiguiente del desarrollo sostenido, tanto de la actividad económica, como del nivel de vida de la población; queda evidenciado que existe un debilitamiento en la dinámica de crecimiento de la variable en cuestión. Además, es notorio el dominio de las importaciones de maquinaria y equipo respecto al total; cuando lo preferible sería la inversión en la de tipo nacional, por los efectos multiplicadores que pudiera generar vía encadenamientos productivos.

Cuadro 3.6 Inversión Fija Bruta. Variación anual (Base 2008).

| | Total | Maquinaria y equipo Total | Construcción Total | Maquinaria y equipo Nacional Total | Maquinaria y equipo Importado Total |
|-------|--------|---------------------------|--------------------|------------------------------------|-------------------------------------|
| 1994 | 13.09 | 16.16 | 12.23 | 2.19 | 28.54 |
| 1995 | -25.29 | -27.20 | -24.74 | -19.48 | -32.45 |
| 1996 | 16.11 | 36.27 | 10.51 | 20.07 | 50.68 |
| 1997 | 18.01 | 28.76 | 14.46 | 24.85 | 31.34 |
| 1998 | 10.13 | 14.90 | 8.33 | 8.77 | 18.93 |
| 1999 | 7.44 | 12.93 | 5.22 | 5.34 | 17.38 |
| 2000 | 8.51 | 13.35 | 6.33 | 6.35 | 17.21 |
| 2001 | -3.43 | -8.02 | -1.09 | -4.48 | -9.63 |
| 2002 | 0.63 | -3.12 | 2.26 | -0.44 | -4.42 |
| 2003 | 3.07 | -0.01 | 4.50 | -0.06 | 0.16 |
| 2004 | 7.49 | 11.32 | 5.84 | 8.26 | 12.96 |
| 2005 | 5.97 | 12.58 | 3.40 | 8.27 | 14.85 |
| 2006 | 8.72 | 11.92 | 7.38 | 7.22 | 14.18 |
| 2007 | 5.87 | 7.77 | 5.02 | 5.25 | 8.83 |
| 2008 | 5.19 | 2.16 | 6.48 | 2.76 | 1.97 |
| 2009 | -9.21 | -16.28 | -5.65 | -17.41 | -15.67 |
| 2010 | 1.23 | 4.66 | -0.18 | 8.82 | -1.42 |
| 2011 | 7.90 | 10.93 | 2.99 | 5.84 | 22.16 |
| 2012 | 4.85 | 10.26 | 2.09 | 7.86 | 11.43 |
| 2013 | -1.53 | 4.13 | -4.42 | 1.40 | 5.53 |
| 2014 | 2.83 | 5.59 | 1.28 | 4.97 | 5.86 |
| 2015 | 3.91 | 8.72 | 1.02 | 6.66 | 8.82 |
| 2016* | 2.40 | 2.04 | 1.95 | 7.37 | -1.54 |

Fuente: Elaboración propia con base en INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales (2013).

* Se realizó considerando hasta el mes de Marzo del año 2016.

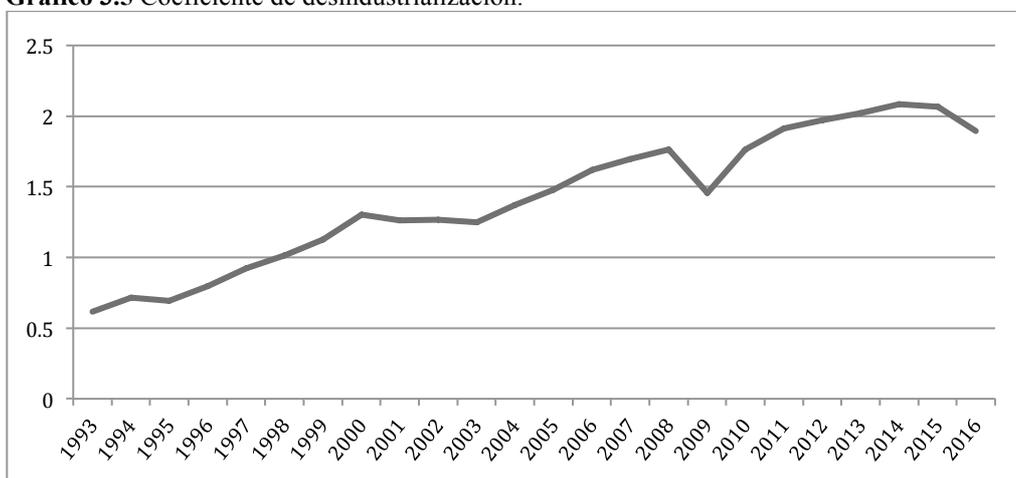
En este sentido, de acuerdo a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, el coeficiente de formación bruta de capital también presenta una tendencia negativa, con lo que se corrobora lo expuesto en el párrafo anterior (véase anexo 12); el aparato productivo nacional no presenta fortalecimiento alguno, de hecho, como ya se dijo, son distintos los autores que señalan la configuración de un proceso inverso, es decir, de desindustrialización;

al que hace referencia el gráfico 3.5, en el que se observa la tendencia creciente del coeficiente de desindustrialización; construido a partir de la relación entre las importaciones, y el PIB industrial. Dicho coeficiente era de 0.26 en 1986, pero, a partir de 1996, las importaciones superan considerablemente al PIB industrial, con lo que se intensificó el proceso en cuestión, llegando el coeficiente a ser de 2.1 en 2015.

Cabe señalar, que en el caso de los países en vías de desarrollo, suelen llevarse a cabo periodos de industrialización, con un considerable componente importado; en forma de materias primas, maquinaria, bienes de capital, bienes intermedios y bienes de consumo (Todaro, 2006). Sin embargo, en el caso de México, el hecho de que la inversión fija bruta presente una marcada tendencia decreciente, y que la participación del sector secundario en el PIB total, sea menor; permite inferir que no se ha detonado un proceso de tales características; aún así se consideró prudente mencionar lo anterior, en relación al coeficiente de industrialización que se muestra en el gráfico 3.5.

Lo hasta ahora expuesto, indica que a pesar de que se acataron cabalmente las recomendaciones del modelo de industrialización orientado a exportaciones; la transformación productiva por la que atravesó la economía mexicana, no ha logrado incidir sobre el conjunto de la actividad económica, y por lo tanto no ha sido suficiente para superar los problemas estructurales del periodo sustitutivo de importaciones. Existe una carencia de efectos multiplicadores que incidan en el crecimiento económico; lo que obedece, entre otros factores, al tipo de especialización comercial que se ha promovido, basado en actividades de carácter ensamblador, que limitan no sólo la capacidad de competencia de la industria nacional, sino también el nivel de participación en el abastecimiento de insumos a las empresas transnacionales, lo que termina por profundizar la desarticulación productiva y la creciente dependencia hacia el exterior.

Gráfico 3.5 Coeficiente de desindustrialización.



Fuente: Elaboración propia con base en INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales (2016).

Y de acuerdo con Kaldor (1963), Thirlwall (1972) y McCombie (2003), la demanda proveniente del exterior no tiene efectos sobre el crecimiento económico en economías desarticuladas; que es el caso de la economía mexicana; porque se configura una brecha entre las actividades con capacidad exportadora, y las menos dinámicas; ante lo cual, el incremento en el volumen de exportaciones, resulta insuficiente para detonar una fase de crecimiento generalizado. A lo que también contribuye en el caso de México, un escaso desarrollo tecnológico, propiciado en cierta medida por la priorización de las ventajas asociadas a los costos laborales, como incentivo para la inversión extranjera.

Según Cabrera (2006), otra de las características del panorama productivo mexicano, es que las actividades exportadoras están estrechamente vinculadas a un comportamiento altamente importador, dado que las empresas transnacionales no encuentran proveedores nacionales adecuados que abastezcan sus requerimientos de insumos. Es decir, se ha impulsado a un conjunto de industrias, o empresas, altamente exportadoras, que no establecen vínculos con la dinámica interna, y por lo tanto, sólo constituyen ramas dinámicas, pero no representan un motor para el crecimiento económico (Molina y Zárate, 2009). De esta manera, se ha configurado una industria nacional incapaz de surtir el mercado interno con productos buenos y baratos, con alta dependencia tecnológica, especializada en la maquila, fuertemente integrada a la economía estadounidense, con crecientes niveles de desempleo, subempleo e informalidad, mientras el poder adquisitivo de la población presenta una tendencia decreciente (González, 2010).

Para los objetivos de la presente investigación, debe tenerse en cuenta que al nuevo modelo industrializador, le acompaña un proceso de desregulación y liberalización financiera, que entre otros efectos positivos; se esperaba que propiciara un mejor desempeño del sector financiero; traduciéndose en nuevos y mejores mecanismos de financiamiento de largo plazo, para las empresas; lo que contribuiría al fortalecimiento del tejido industrial mexicano. Esto, bajo la lógica de que en ausencia de represión financiera o de coerción estatal, se generan las condiciones idóneas para la industrialización de una economía, principalmente porque se incrementa la profundidad financiera, y con ello se promueve una mejor asignación de los recursos (McKinnon, 1973).

Sin embargo, el análisis del aparato productivo mexicano, llevado a cabo en este apartado del trabajo, no respalda del todo dicha aseveración; de hecho, plantea una serie de interrogantes sobre los verdaderos beneficios que los procesos de apertura comercial y de liberalización financiera, le han significado al sector productivo del país, porque como se dijo al inicio de este capítulo, el desarrollo del sector financiero, debía ser acompañado de uno similar en el sector productivo; que de acuerdo a la evidencia mostrada hasta ahora, no ha sucedido. Sin embargo, aún queda analizar la evolución que ha experimentado el sector financiero en los últimos años; para poder determinar justamente, si el desarrollo de ambos sectores es similar; lo que evidenciaría la existencia de un vínculo positivo entre estos, como lo sostiene la teoría ortodoxa; pero si no es así, entonces se tendría un argumento en el sentido opuesto; y acorde con la hipótesis general de la investigación.

3.3 Evolución del sector financiero mexicano.

Históricamente el sector financiero ha tenido la responsabilidad de regular y promover la intermediación entre ahorradores y deudores; es decir, transferir recursos de hogares, empresas y gobiernos que cuentan con superávit (ahorradores), a los que cuentan con déficit (deudores). Para esto, se le han encargado algunas responsabilidades, por ejemplo: transformar bienes y recursos para facilitar la adquisición de bienes, servicios y productos financieros para los usuarios; reducir costos de transacción; diversificar riesgos y transformar plazos; así como combatir la información asimétrica; entre otras. Todo esto, en el entendido de que la intermediación mejora el bienestar social y promueve el desarrollo.

Para concretar lo anterior se han llevado a cabo una serie de reformas financieras, principalmente durante los últimos treinta años; mismas con las que se ha buscado constituir un sistema bien capitalizado, con mejores prácticas en materia prudencial, de riesgos, y

contable; cuya robustez coadyuve a financiar la producción, y la inversión de los distintos sectores de la sociedad de la forma más eficiente posible; y que además, sea incluyente y tenga profundidad para garantizar que todos los segmentos de población, así como de las empresas puedan acceder a los servicios que otorga.

Para lo cual, el sistema financiero mexicano, se organiza principalmente en tres áreas; el sector bancario, constituido por la banca múltiple y la de desarrollo; el sector bursátil, en donde se incluyen a las casas de bolsa, fondos de inversión, mercado de valores y de derivados; y finalmente, los intermediarios auxiliares de crédito, como las uniones de crédito, entidades no bancarias, casas de cambio, almacenes generales de depósito y las sociedades de ahorro y crédito. Siendo las dos primeras áreas, las principales encargadas del financiamiento al sector productivo; es decir, los intermediarios financieros tradicionales, los bancos; y el mercado de valores y títulos financieros.

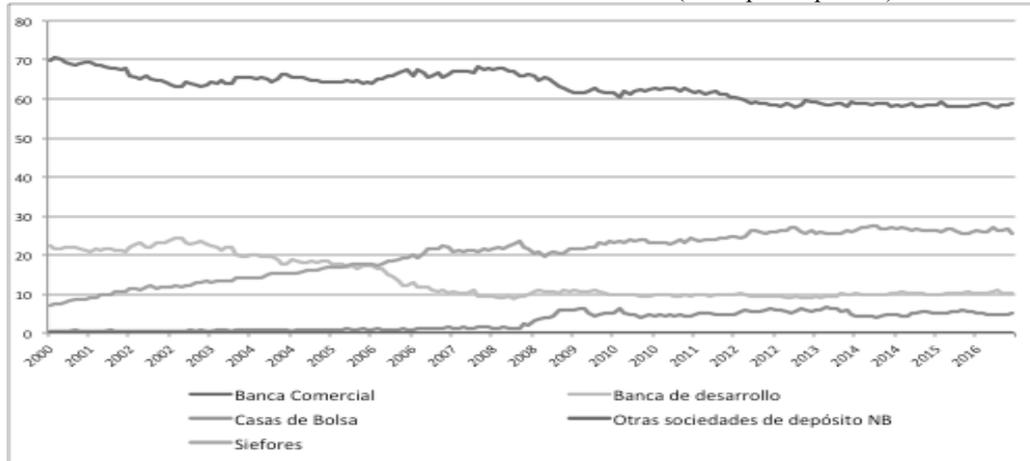
El sistema financiero mexicano, hasta principios de la década de los ochenta se caracterizaba por el bajo desarrollo del mercado de valores y por el hecho de que priorizaba su función básica, es decir, la de transferir recursos de los ahorradores a las empresas; que sin duda se vio alterado con el serie de cambios que experimentaría durante los años siguientes. Y aunque dichos cambios, se llevaron a cabo bajo el argumento de mejorar la intermediación financiera; los resultados en términos de crecimiento económico y desarrollo del sector productivo nacional, de ninguna manera son los esperados, como se concluyó en el apartado anterior. Lo que genera serias dudas sobre la verdadera mejora en términos de intermediación financiera.

Sin embargo, lo anterior no ha significado que el sector bancario o los mercados financieros hayan enfrentado un periodo negativo, en términos de rentabilidad, captación, margen financiero; entre otros indicadores que se revisaran a continuación, con el objetivo de contrastar la evolución que ha tenido el sector productivo en los últimos años, frente al del sector financiero, cuyo desarrollo, como ya se dijo, se promovió con la intención de fortalecer al primero. Así, en las siguientes dos secciones se analiza en primera instancia las principales características del desarrollo reciente del sector bancario (banca comercial); para después hacer lo correspondiente con el sector bursátil. De esta manera, será posible mostrar si la intermediación financiera ha mejorado según lo esperado, o si por el contrario, el notable desarrollo del sector financiero no ha logrado transmitirse al productivo, y con ello, a la economía en su conjunto.

3.3.1 Banca comercial.

Considerando el porcentaje de participación en el total de activos del sistema financiero, la banca comercial continua siendo el principal intermediario; esto a pesar de que dicho porcentaje ha disminuido en los últimos años, ya que en el año 2000 representaba el 69.7% del total de activos, mientras que en 2016, solo el 58.7%. Por su parte la banca de desarrollo paso de 22.4% a 10.4%, durante el mismo periodo de tiempo; contrario a lo sucedido en el caso de las casas de bolsa y las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores); que pasaron de 0.6% a 5.2%, y de 7.1% a 25.5%, respectivamente (véase gráfico 3.6). Cabe señalar que durante el periodo en cuestión, el total de activos del sistema financiero presenta un constante y notable crecimiento; de hecho su tasa de crecimiento promedio durante los últimos quince años ha sido 5.64%; mientras que el referente a captación es de 6.7%, para el mismo periodo de tiempo (CNBV, 2016).

Gráfico 3.6 Activos totales del Sistema Financiero Mexicano (% de participación).



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México 2016.

En este sentido, en el cuadro 3.7 se muestra el crecimiento de los activos, que registraron los distintos integrantes del sistema financiero mexicano en el último año; y resulta evidente la preponderancia que mantiene la banca comercial y las casas de bolsa en este rubro. Además, en el mismo cuadro, se exponen otros indicadores relacionados con la composición del sistema financiero; entre los que destacan, el nivel de rentabilidad financiera (ROE) y el índice de captación (ICAP); que de igual forma reflejan el dominio de la banca comercial y las casas de bolsa.

Cuadro 3.7 Composición del Sistema Financiero Mexicano (2015)

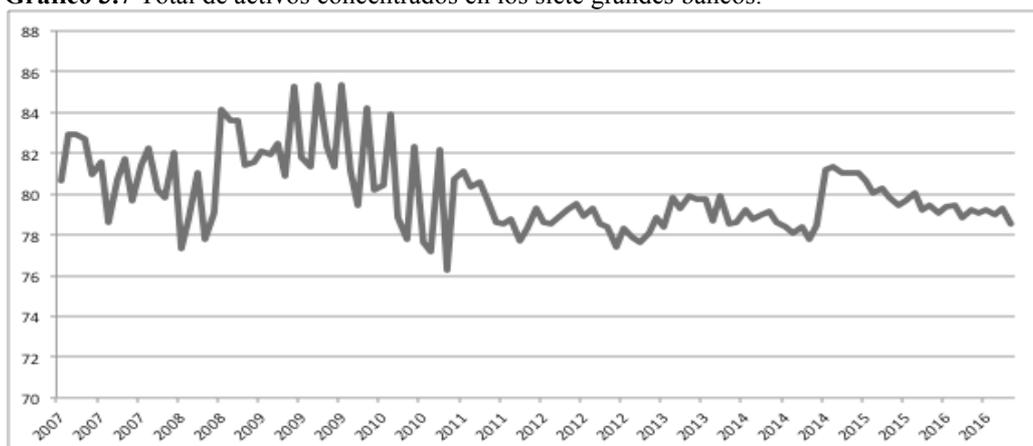
| | Número de entidades | Activos totales (mdp) | | Tasa de crecimiento de los activos | ROE | ROA | ICAP |
|--|---------------------|-----------------------|-----------|------------------------------------|-------|------|-------|
| | | 2014 | 2015 | | | | |
| Banca Múltiple* | 44 | 6 913 | 7 770 | 12.4 | 12.48 | 1.32 | 14.96 |
| Banca de Desarrollo | 6 | 1 442 812 | 1 546 893 | 7.2 | | | |
| Casas de Bolsa* | 36 | 433.5 | 576.6 | 33.0 | 14.19 | | 27.82 |
| Sociedades y Fondos de Inversión | 618 | 1 865 685 | 1 934 516 | 3.7 | | | |
| Almacenes generales de depósito | 16 | 11 951 | 12 651 | 5.9 | 4.6 | 1.47 | |
| Casas de cambio | 8 | 706 | 619 | -12.3 | 5.46 | 7.17 | |
| Uniones de crédito | 98 | 46 961 | 49 514 | 5.4 | 6.92 | 1.12 | 17.79 |
| Sociedades cooperativas de ahorro y préstamo | 146 | 89 314 | 101 069 | 13.2 | 12.82 | 1.95 | |
| Sociedades Financieras Populares | 47 | 24 272 | 26 978 | 11.1 | 6.29 | 1.01 | |

Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

*En el caso de la banca múltiple y las casas de bolsa, sus activos se expresan en miles de millones de pesos (mmdp).

El comportamiento creciente de los activos, da cuenta del desarrollo del sector bancario, que se ha visto beneficiado por el nivel de concentración que lo caracteriza, no solo en relación a su grado de participación en el sistema financiero, que como se dijo anteriormente, lo posiciona como el principal intermediario financiero; sino también en términos de su composición; ya que los siete bancos más importantes (Banamex, BBVA Bancomer, HSBC, Banorte, Inbursa; Santander y Socotiabank) han centralizado en promedio durante los últimos quince años, el 80% de los activos totales, capital contable y pasivos (véase gráfico 3.7). Este aspecto también está presente en el mercado financiero, donde dominan las instituciones pertenecientes al sector bursátil, principalmente las sociedades de inversión, cuyo ligero declive ha sido compensado con la aparición de las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro (Siefores). Cabe señalar que la banca comercial y las sociedades de inversión generalmente están asociadas en grupos financieros, lo que contribuyen a mantener el grado de concentración señalado, por ejemplo, limitando el mercado de títulos.

Gráfico 3.7 Total de activos concentrados en los siete grandes bancos.*



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

*Bancos considerados: Banamex, BBVA Bancomer, HSBC, Banorte, Inbursa; Santander y Socotiabank.

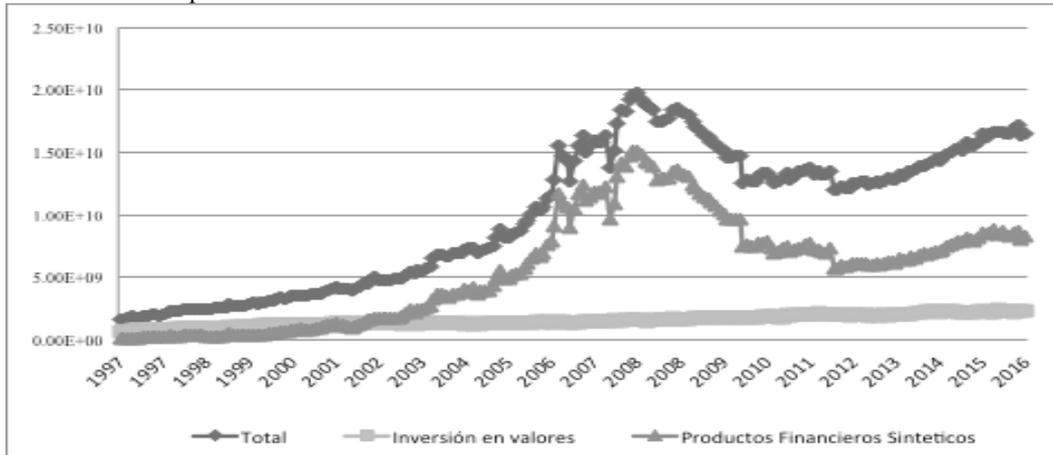
Al respecto, Levy (2009), señala que la desregulación y la globalización financiera en un contexto de alta concentración bancaria y estrechez del mercado de títulos no inducen a la constitución de un mercado financiero competitivo. Por el contrario, aumenta la concentración del conjunto de las instituciones financieras, lo que induce una estructura de tasas de interés que atenta contra el crecimiento económico y ocasiona un comportamiento rentista de las instituciones financieras, reduciendo la disponibilidad crediticia.⁵⁰

Y es que bajo la actual estructura financiera; la intermediación tradicional de la banca comercial, que vía los mecanismos de regulación y control del crédito (encaje legal, cajones de crédito y techos a la tasa de interés activa) permitió el financiamiento del proceso de industrialización; ha sido desplazada por operaciones financieras altamente rentables, como los servicios financieros (venta de seguros, administración de activos, etcétera) y compra-venta de títulos. Paralelamente, la presencia de otras instituciones financieras no bancarias, como las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple, fondos de pensiones, bancos de inversión y compañías aseguradoras, elevaron la competencia por pasivos y activos; que en un contexto de alta liquidez (generada por la desregulación y liberalización financiera), innovaciones tecnológicas, y la ausencia de mecanismos de control, condujo a la reducción del financiamiento bancario a las empresas, aunado al incremento de las inversiones de los bancos en instrumentos sintéticos (véase gráfico 3.8).

Sin embargo, dicha reducción en el financiamiento a las empresas, no le ha impedido a la banca comercial mantener sus ingresos por intereses en constante crecimiento, de hecho, la tasas de crecimiento promedio de estos, durante los últimos quince años ha sido de 26.5%, mientras que su margen financiero promedio a lo largo de dicho periodo, ha sido de 27.5%. Ambos indicadores muestran el excelente comportamiento que ha logrado mantener la banca comercial, aún en periodos recesivos a los que ha estado sujeta la economía mexicana, por ejemplo, la crisis financiera de 2008 (CNBV, 2016).

⁵⁰ Con la desregulación y liberalización financiera, se han ampliado las brechas financieras, por un lado aumentó la tasa de interés activa, pero no mejoró los rendimientos de la tasa bancaria de depósito. Y por el otro, aumentó la tasa de los títulos gubernamentales con respecto a la tasa bancaria pasiva, fuente principal de las utilidades monopólicas de las instituciones financieras, a partir de 1995 (Levy, 2009).

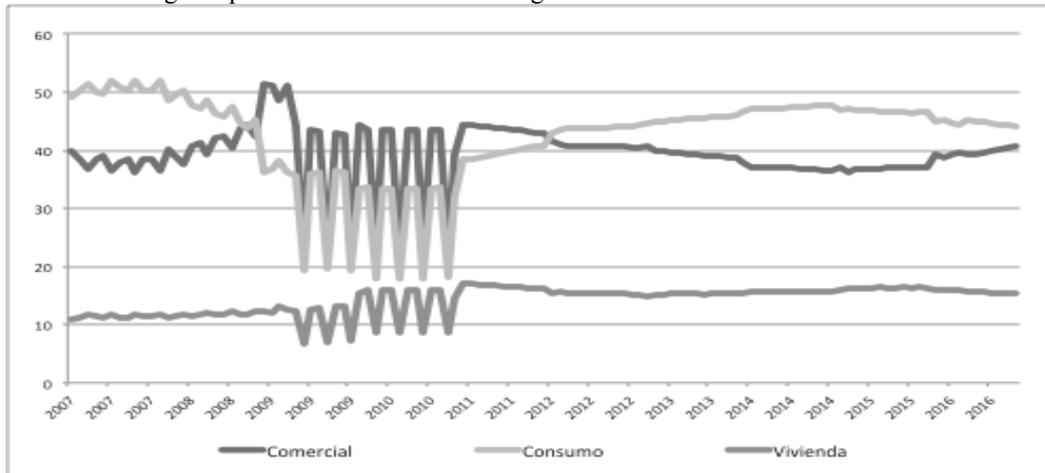
Gráfico 3.8 Composición de los recursos del sector bancario.



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

De igual forma, al analizar el ingreso por intereses, según los distintos rubros que componen la cartera vigente de la banca comercial, resulta notoria la importancia ganada en los últimos años, por parte del crédito destinado a consumo, sobre el de tipo comercial y el referente a vivienda; aunque este aspecto de la investigación será abordado a detalle en el siguiente capítulo (véase gráfico 3.9). Cabe destacar que el índice de morosidad (IMOR) de la banca comercial, ha sido de 2.6% en promedio durante los últimos siete años; por lo que también es posible inferir cierta seguridad en la cartera de crédito analizada; con ciertas reservas dada la dificultad de interpretación de dicho índice (véase gráfico 3.11).

Gráfico 3.9 Ingreso por intereses de la cartera vigente.



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

Sin embargo, lo anterior respalda lo dicho por Correa (2006), sobre que la banca comercial en México presenta una serie de estrategias de crecimiento que obedecen a razones de rentabilidad exógenas al desarrollo de la economía nacional, es decir, no existe interés, ni compromiso en financiar el desarrollo económico del país. Le resulta más importante la obtención de una elevada rentabilidad vía el manejo de los fondos de pensiones o de las remesas de trabajadores, que ampliar el crédito y lograr una profundización financiera eficaz.

Además, las ganancias obtenidas por la banca extranjera en México; que controla más del 90% del total de activos y utilidades; son destinadas a sus respectivos países de origen.⁵¹

De esta manera, es posible explicar que a pesar del escaso crecimiento registrado por la economía mexicana durante los últimos años, los dos indicadores de rentabilidad financiera (ROE-ROA) de la banca comercial, muestren un comportamiento positivo, como se puede observar en el gráfico 3.10. Cabe señalar, que de acuerdo con Aglietta (2000), dicha relación es uno de los principales indicadores para identificar la gestación de un proceso de financiarización. Por supuesto, como resultado de la crisis financiera de 2008, ambos indicadores financieros registraron una reducción en sus niveles, sin embargo, en promedio la rentabilidad sobre activos fue de 1.5 a lo largo del periodo en cuestión, mientras que la rentabilidad sobre capital invertido en promedio fue de 14.6, durante el mismo periodo de tiempo. En este sentido, uno de los factores que debe considerarse para entender este buen comportamiento, es la innovación financiera, dado que promovió nuevas actividades, de índole especulativa entre bancos y empresas, que evidentemente les ofrecen márgenes de ganancia atractivos, pero que merman la estabilidad macroeconómica. Entre dichas innovaciones destacan, tanto por sus efectos en el nivel de liquidez, como por el elevado riesgo que implican; la bursatilización de la cartera de activos y pasivos, y los instrumentos derivados, cuyo mercado por naturaleza es autorregulado, opaco, sobre-apalancado, especulativo y por tanto, riesgoso.⁵²

Cabe destacar, que el proceso de bursatilización se aceleró a partir de 1994, con la penetración de los productos sintéticos en el mercado bursátil. Ya que previo a la desregulación financiera, la mayoría de los préstamos originados por los bancos eran registrados en sus balances, supervisados y administrados por ellos, hasta su liquidación o cancelación. En la actualidad, los bancos protegen su margen de seguridad mediante coberturas, garantías de seguros y garantías para los bancos de inversión que bursatilizan sus activos, constituidos principalmente por instrumentos financieros derivados; es decir, los mismos fondos de inversión que protegen sus márgenes de seguridad son sometidos a riesgos para obtener ganancias.

Este comportamiento no es endémico de los bancos, las empresas, en un contexto de bajo crecimiento económico, han elevado sus inversiones en activos financieros y productos derivados, por ejemplo; si se analiza el volumen de operaciones derivadas por tipo de instrumento, únicamente considerando lo referente a empresas privadas no financieras, es posible observar que en el caso de los Swaps, el monto operado por éstas, pasó de 437.82 millones de pesos en enero de 2007, a 1 074.39 millones, en enero de 2017; por su parte, los Forwards pasaron de 527.43 a 6 530.07 millones, en el mismo periodo; y en cuanto a las Opciones, su emisión paso de 135 a 614.1 millones; mientras que la adquisición paso de 185.06 a 742.15 millones, durante el periodo antes referido. De igual forma, el volumen de operaciones del mercado de valores, por tipo de emisor, muestra una creciente participación de las empresas privadas no financieras, cuyo monto total en julio de 2006 era de 81 548 millones de pesos, mientras que para julio de 2016, la cifra fue 180 271 millones (Banxico,

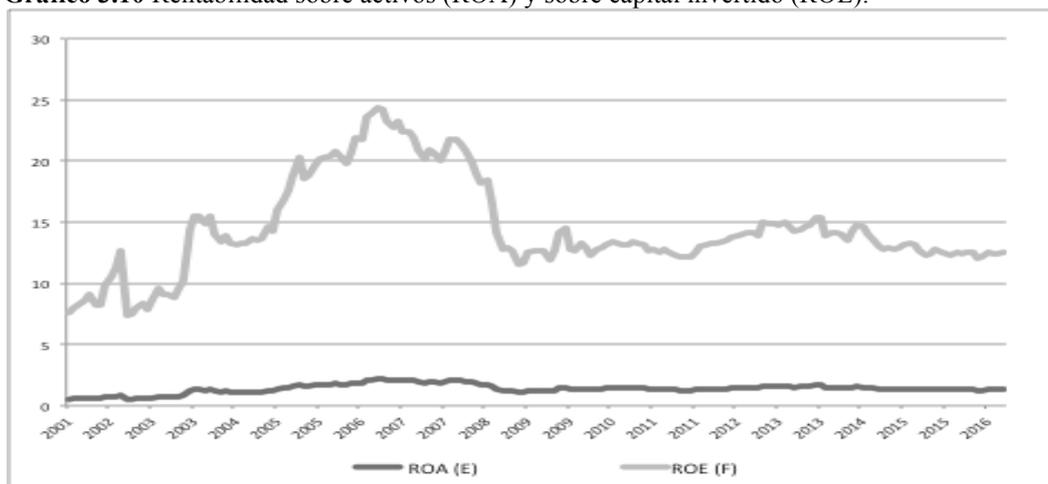
⁵¹ BBVA Bancomer aportó más del 30% de las utilidades a BBVA en España durante el periodo 2006-09, y CitiBanamex aportó en 2006 y 2007 el 10% de las utilidades totales de Citigroup, que para 2008 y 2009 reportó utilidades negativas, a diferencia de su filial en México que obtuvo utilidades positivas, contribuyendo a reducir las pérdidas del grupo en Estados Unidos (Levy, 2009).

⁵² En 1989, el mercado de derivados representó 3.8 billones de dólares, en 2008, 650 billones de dólares y en 2011, alcanzó 684 billones de dólares, lo que significó más de 9 veces el producto mundial estimado de 2011, según el Fondo Monetario Internacional (2012).

2017). Esto muestra el incremento de la participación en actividades financieras, por parte de empresas no financieras, lo que no solo evidencia el desarrollo del sector financiero; sino que coincide con lo que sostienen autores como Epstein (2005) y Krippner (2005) sobre la potencial detracción de recursos que dicho desarrollo puede significar para el sector productivo; es decir, la reinversión productiva termina por verse perjudicada, dado que las empresas priorizan su inversión en instrumentos financieros como los anteriormente señalados.

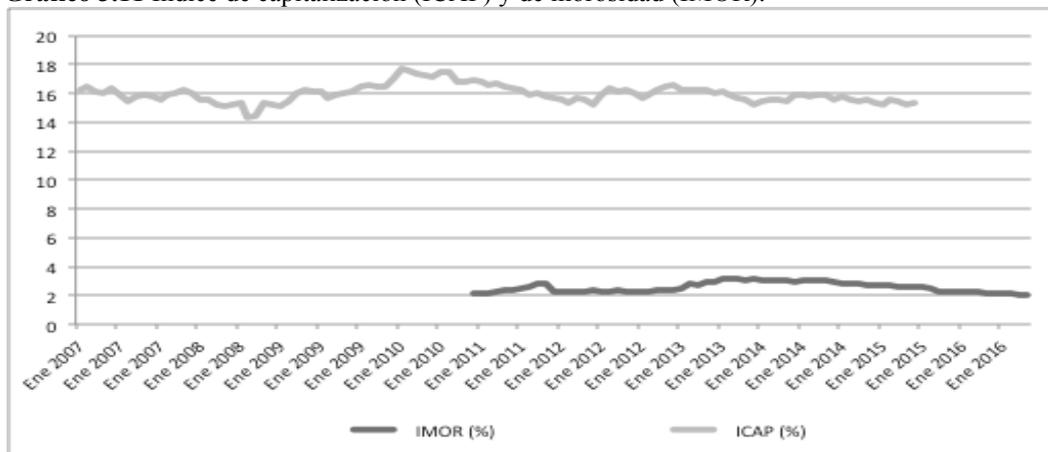
En este sentido, los instrumentos financieros sintéticos representaban en 1997, el 10.37% de las obligaciones totales de la banca comercial, y para 2014, el porcentaje ya era de 48.28% (Banxico, 2016). Por su parte, el índice de capitalización de la banca comercial se ha situado por arriba de los requerimientos mínimos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea III; manteniéndose en promedio alrededor de 16%, como puede observarse en el gráfico 3.11. De esta manera, a través de la revisión de los principales indicadores de la banca comercial mexicana, es posible obtener algunos de sus rasgos más importantes, por ejemplo el hecho, de que a pesar del desarrollo del mercado de valores y otras instituciones de crédito no bancarias, continua siendo el principal intermediario financiero, en términos de activos, captación y pasivos. Y cabe destacar el ritmo de crecimiento que han mostrado sus activos de manera ininterrumpida durante los últimos quince años.

Gráfico 3.10 Rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre capital invertido (ROE).



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

Gráfico 3.11 Índice de capitalización (ICAP) y de morosidad (IMOR).



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

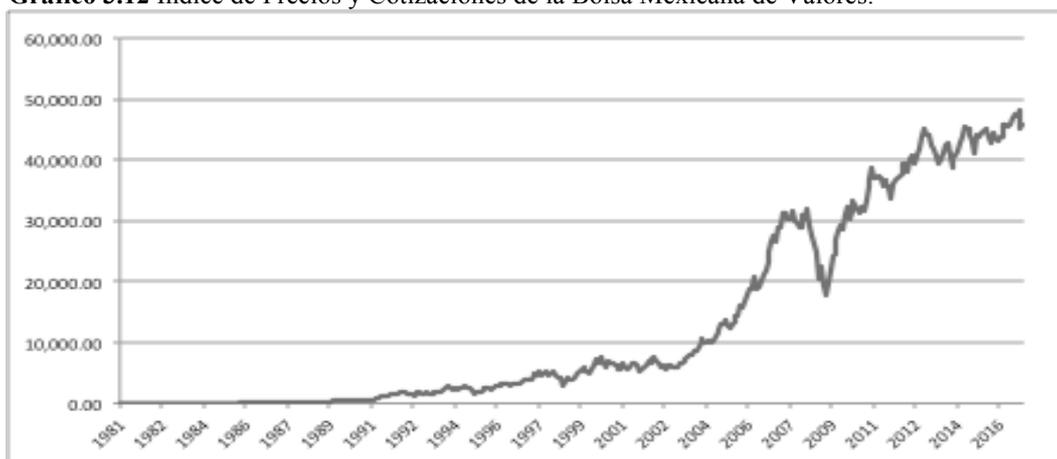
Sin embargo, dicho crecimiento ha sido acompañado de una mayor concentración de los activos entre los siete bancos más grandes; lo que de ninguna manera contribuye al mejoramiento del financiamiento a la inversión productiva, ya que como se ha dicho en apartados anteriores, uno de los principales argumentos para llevar a cabo el proceso de liberalización financiera, fue que ésta generaría una serie de efectos positivos en términos de intermediación bancaria. Sin embargo, en aras de incrementar la rentabilidad de sus operaciones, la banca se ha decantado por otro tipo de actividades, por ejemplo, otorgarle mayor importancia al crédito destinado a consumo, lo que explica la composición de la cartera vigente en términos de los ingresos obtenidos por intereses. De igual forma, la inversión en valores ha visto incrementado su porcentaje de participación en el total de recursos operados por el sector bancario.

Finalmente, resulta evidente el buen comportamiento de los indicadores de rentabilidad financiera (ROE-ROA) y del índice de capitalización (ICAP), que dan muestra del desarrollo de sistema bancario, que contrasta con lo revisado en la sección anterior, respecto a la evolución del sector productivo.

3.3.2 Sector bursátil.

Por su parte, el mercado bursátil, también se vio favorecido con las reformas financieras, lo que se ve reflejado en el índice de precios y cotizaciones (IPC), que pasó de un nivel de 145.2 puntos en 1988, a uno de 7 447.1 en 2000, y de 45 642.9 para 2016 (véase gráfico 3.12). A nivel sectorial, se presentan grandes diferencias: comunicación y transporte, y comercio crecieron por arriba del índice general, mientras que las industrias de transformación y extractiva lo hicieron por debajo. El comportamiento irregular de los índices sectoriales y del valor de capitalización del mercado accionario por sectores, es reflejo del carácter volátil y especulativo de la bolsa de valores, que también ha contribuido a la desintermediación del sistema bancario, al facilitar y acelerar el proceso de bursatilización de los pasivos de la banca comercial.

Gráfico 3.12 Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

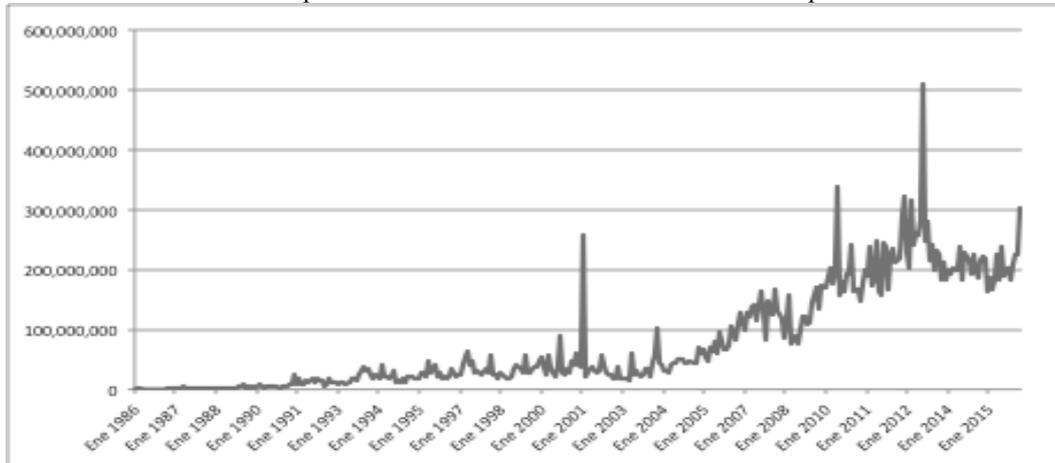


Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

Los niveles de crecimiento del sector bursátil contrastan con el comportamiento del sector productivo, en el que supuestamente se sustenta el primero. En este sentido, basta analizar el valor de las operaciones llevadas a cabo en el mercado de capitales, cuyo comportamiento es creciente, de hecho, su ritmo de crecimiento promedio, entre 1986 y 2016 es de 10.6% (véase

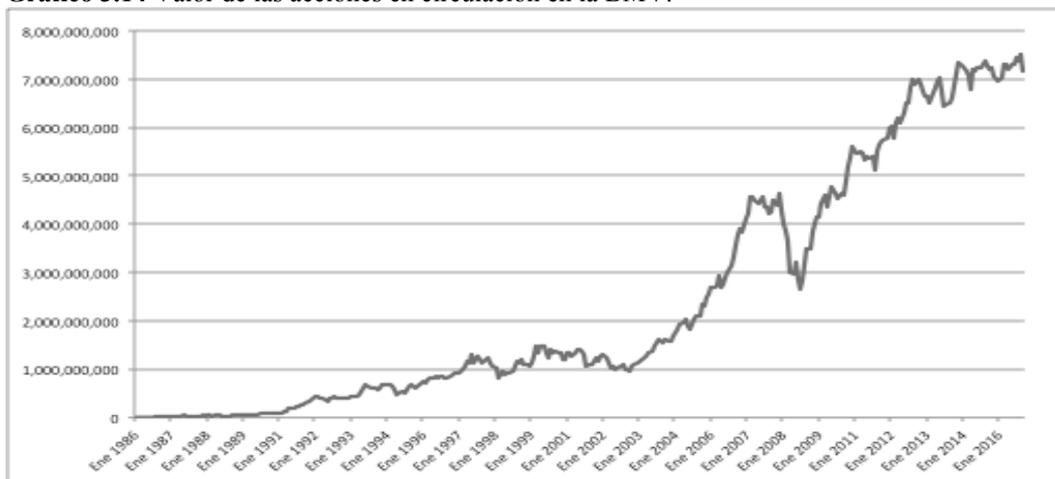
gráfico 3.13). Mientras que el valor de las acciones en circulación en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), que constituye otro de los principales indicadores para determinar el comportamiento del mercado bursátil, presenta un notable crecimiento durante el mismo periodo, como puede observarse en el gráfico 3.14; cabe mencionar que el crecimiento promedio durante el periodo considerado es de 2.65%.

Gráfico 3.13 Valor de las operaciones llevadas a cabo en el mercado de capitales.



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

Gráfico 3.14 Valor de las acciones en circulación en la BMV.



Fuente: Elaboración propia con base en la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

Lo anterior, da muestra del incremento en términos de importancia que ha adquirido la intermediación bursátil; con lo que se ha visto alterada la arquitectura del sistema financiero, por ejemplo, de acuerdo con López (2009), esto ha contribuido a que los bancos cumplan en menor medida su función tradicional de otorgar crédito a las actividades productivas, mientras que elevan sus operaciones de emisión y negociación de valores. Lo que obedece en cierta medida a que no siempre la opción más rentable de inversión se encuentra en la producción, pues la especulación cambiaría, la administración del sistema de pagos y el crédito al consumo, ofrecen importantes rendimientos, y aún más, en un contexto de desindustrialización y escaso crecimiento económico, como el que presenta la economía mexicana.

Y es que el marco teórico detrás de la liberalización y desregulación financiera omitió un aspecto básico de las instituciones financieras, pero que resulta imprescindible para entender

3.4 Conclusión

A lo largo del presente capítulo se desarrollaron dos líneas de investigación; la primera relacionada con el aparato productivo nacional y su evolución a lo largo de los últimos años; y la segunda, enfocada al análisis del comportamiento del sector financiero. Esto para poder determinar si los niveles de desarrollo de ambos sectores son similares, como lo establece la teoría ortodoxa. Respecto a la primera de las líneas, se consideró pertinente analizar los modelos de industrialización implementados en México durante la segunda mitad del siglo pasado; con el objetivo de evaluar los resultados hasta ahora obtenidos. En este sentido, se mostró que el nuevo modelo implicó una reestructuración del aparato productivo nacional; y que si bien es cierto generó el incremento de las exportaciones e importaciones del país; resultó ser insuficiente en la promoción de encadenamientos productivos, que permitieran el fortalecimiento de la industria nacional.

El riesgo de lo anterior es que sin un sector industrial potente, cualquier impulso fiscal será estéril, dado que sólo se logrará incrementar aún más el nivel de importaciones, ante la imposibilidad de satisfacer el mercado interno con recursos propios. Indicadores como la participación del sector industrial en el PIB nacional, dan cuenta del debilitamiento productivo que se ha ido agudizando en las últimas décadas, con evidentes costos sociales, pauperización de las condiciones laborales, bajos salarios e incremento de la ocupación informal.

Se mostró que el modelo de industrialización orientado a exportaciones, ha tenido un efecto de aislamiento sobre algunas ramas productivas; lo que explica, la reducción del número de establecimientos en el sector manufacturero, o el comportamiento errático que caracteriza a las tasas de crecimiento de la mayoría de las ramas productivas; lo que plantea serias dudas sobre el supuesto fortalecimiento del tejido industrial, que el nuevo modelo generaría, y aún más, si se considera la reducción de la inversión fija bruta.

De esta manera, es posible sostener que la transformación productiva que significó el modelo industrializador orientado a exportaciones, no logró contribuir en los niveles esperados al desarrollo del aparato productivo nacional. Y es que se promovieron actividades de carácter ensamblador, benéficas para las empresas transnacionales; dada la lógica del abaratamiento de los costos, imperante a nivel global; pero no para el crecimiento económico, dado que intensifican la desarticulación productiva y la dependencia hacia el exterior.

Dicho panorama, contrasta con los resultados que se esperaba generaran tanto la apertura comercial, como la desregulación del sistema financiero mexicano; de hecho, con esta última se buscaba, entre otras cuestiones, mejorar las condiciones de financiamiento a la inversión productiva, y con ello, constituir un vínculo positivo entre el desarrollo del sector financiero y el productivo. Sin embargo, el análisis llevado a cabo sobre el comportamiento del sector financiero durante los últimos años, permite inferir que dicho vínculo no ha logrado concretarse en los niveles deseados; y es que tanto en el caso del sector bancario, como del sector bursátil, es notable el desarrollo que han experimentado, es decir, contrario a lo observado en el análisis sobre el sector productivo nacional.

Respecto al sector bancario, no solo fue posible observar el considerable crecimiento que han registrado sus activos en los últimos años, sino que también, resultó notoria la reducción en el nivel de participación que ha registrado la banca de desarrollo; situación contraria a la que se presenta en el caso de las casas de bolsa y las Sociedades de Inversión Especializada en

Fondos para el Retiro (Siefores), cuyo porcentaje de participación en el total de activos, se ha incrementado de manera importante, principalmente en el caso de estas últimas. Sin embargo, la banca comercial continua siendo el principal intermediario financiero; aunque con un alto grado de concentración a su interior; el 80% del total de sus activos son acaparados por los siete bancos más grandes; lo que de ninguna manera, puede considerarse como un rasgo positivo, en términos de financiamiento a la inversión, dado que no se promueve la competencia entre los agentes como se esperaba.

Otro de los rasgos del sistema bancario en los últimos años es el incremento de su inversión en valores y productos financieros sintéticos; y por lo tanto, de los riesgos propios de este tipo de instrumentos financieros. De igual forma, sus ingresos por intereses presentan una tendencia creciente, y cabe señalar el dominio que muestran los relacionados con el crédito destinado a consumo, sobre el de tipo comercial y el dirigido a vivienda. Esto guarda relación con la restricción crediticia que de acuerdo con De la Vega (2009), la liberalización y desregulación financiera han propiciado para la mayor parte del sector no financiero del país, dado que las diversas instituciones financieras han priorizado las inversiones en activos financieros, relegando a segundo término las relacionadas con la producción.

Por otro lado, los indicadores de rentabilidad financiera dan cuenta del desarrollo del sector bancario; es decir, tanto el de rentabilidad sobre activos (ROA), como el de rentabilidad sobre capital invertido (ROE) presentan un comportamiento positivo. Por su parte, el índice de capitalización de la banca comercial, se ha situado por arriba de los requerimientos mínimos del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea III; por lo que también en este aspecto, la banca comercial, presenta un comportamiento positivo.

En relación al sector bursátil, se revisó la evolución del índice de precios y cotizaciones (IPC), cuya tendencia creciente es notable. De igual forma, tanto el valor de las operaciones llevadas a cabo en el mercado de capitales, como el valor de las acciones en circulación en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), presentan comportamientos positivos y crecientes; que dan cuenta del incremento en términos de importancia que ha adquirido la intermediación bursátil. En este sentido, cabe señalar el crecimiento de los mercados de derivados y de deuda; sin embargo, a pesar del notable crecimiento de este sector, su tamaño sigue siendo relativamente pequeño, en particular el mercado de capitales; respecto al sector bancario.

De esta manera, es posible corroborar lo dicho por López (2009), sobre los aspectos que caracterizan al sistema financiero mexicano durante los últimos años: a) un proceso acelerado de extranjerización y consolidación del carácter oligopólico del sistema bancario; b) una mayor participación de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías aseguradoras) como proveedores de recursos; c) eliminación de la frontera entre las actividades bancarias y no bancarias; d) crecimiento asimétrico del sector bursátil; expansión del mercado de dinero y, un mercado delgado de capitales y derivados; y e) un incremento relativo del comercio de títulos, tanto a nivel local como internacional, inducido por las innovaciones tecnológicas y la mayor integración de México a los mercados internacionales de capital. Todo lo anterior, enmarcado en un proceso de notable desarrollo por parte del sector financiero, respecto a la economía en su conjunto.

Así, ha sido posible mostrar, por un lado el bajo crecimiento registrado por el sector productivo nacional; y por el otro, el fortalecimiento del sector financiero mexicano; situación que contrasta con los resultados esperados, ya que como se ha dicho anteriormente, la serie de reformas hechas al sistema financiero; tenía como argumento central, la promoción

de la inversión productiva a través de diversos mecanismos, por ejemplo, la mejora en el acceso y asignación del crédito, entre quienes conforman el sector productivo del país.⁵³ Cabe señalar que en países desarrollados, con sistemas financieros plenamente constituidos, los vínculos entre los dos sectores analizados en este capítulo, son más estrechos, dada la penetración financiera que manifiestan sus economías; además, la información estadística que presentan, permite un mejor análisis de la relación entre ambos sectores. Lo que explica en gran medida, el hecho de que la mayoría de trabajos sobre el tema se lleven a cabo para este tipo de países. Y si bien es cierto, lo anterior, representa una serie de complicaciones al momento de analizar el proceso de financiarización económica para el caso de países en vías de desarrollo, que no presentan las características antes señaladas; esto de ninguna manera resta validez a los resultados obtenidos, que son acordes con lo que autores como Stockhammer (2009), Orhangazy (2008) y Epstein (2005), han señalado para el caso de sus respectivos países de estudio; es decir, que el notable desarrollo del sector financiero, implica una serie de riesgos para el sector productivo; esencia del proceso bajo análisis.

Finalmente, es importante considerar que los efectos del proceso de financiarización no se limitan a los cambios en la estructura del sistema financiero y a la serie de modificaciones que han implicado para el sector productivo, dado que también se han extendido a las actividades que realiza la administración pública, por ejemplo, cada vez es mayor el porcentaje del gasto público destinado a cubrir obligaciones contraídas con el capital financiero, dotándole de mayor influencia en las decisiones gubernamentales.⁵⁴ Y reduciendo la capacidad del gobierno para emprender políticas económicas favorables al desarrollo de la sociedad (Correa, 2008).

Capítulo IV. Opciones de financiamiento del sector privado.

⁵³ De acuerdo con Lapavitsas (2011), el fortalecimiento del sector financiero en países subdesarrollados es prueba de la constitución de un nuevo régimen de acumulación; denominado “capitalismo financiarizado”.

⁵⁴ Los gastos del proceso de financiarización de la administración pública se traducen principalmente en el pago del servicio de las deudas federal, estatal y municipal. Aunado a la titulización de "activos gubernamentales", que implica un flujo de recursos a las calificadoras y a las aseguradoras; también las transferencias de ingresos, vía contratos con diferentes corporaciones privadas, concesiones y certificaciones de calidad en sus procesos (Vicher, 2009).

4.1 Introducción.

En la presente investigación se ha estudiado el desarrollo del sector financiero y los distintos efectos que esto ha generado sobre el sector productivo, con el objetivo de mostrar para el caso mexicano, lo que diversos autores han denominado como un proceso de financiarización económica. En el capítulo previo se mostraron esencialmente dos fenómenos que constituyen la base del proceso mencionado, por un lado, el notable desarrollo del sector financiero, y por el otro, el proceso de desindustrialización en el que la economía mexicana se encuentra inmersa, desde la adopción plena del modelo neoliberal de crecimiento y el cambio en el modelo industrializador que ello implicó.

Esto permite continuar la investigación en el sentido inicialmente planteado, es decir, determinar o no la existencia de la relación positiva que supone el pensamiento ortodoxo, entre el desarrollo del sector financiero y el productivo, derivada de las distintas reformas llevadas a cabo en el sistema financiero mexicano, encaminadas todas a la liberalización de los mercados. Y es que para el caso mexicano, la evidencia de que esto haya sucedido no es contundente; en este sentido, autores como Östürk (2011), Machinea (2009) y Stockhammer (2009) sostienen lo contrario, es decir, que la forma en que se ha promovido el desarrollo del sistema financiero internacional, no ha implicado las mejoras esperadas para el sector productivo, y por ende para la economía en general.

A través de los capítulos que conforman el presente trabajo, se han identificado dos elementos que representan los principales vínculos entre los sectores tratados; el crédito y la inversión. Por lo tanto, el análisis de la relación entre los sectores tratados, deberá llevarse a cabo alrededor de estas dos variables económicas, que bien podrían ser consideradas una misma, dada la estrecha relación entre ambas. Sin embargo, la evolución de cada una será analizada por separado, con el objetivo de contribuir a la argumentación de la investigación, ya que si los efectos del proceso de financiarización en cada una de las variables, se corresponden, significará un sólido respaldo a las conclusiones que arroje el análisis.

En este capítulo se aborda la primera de las variables mencionadas, es decir, la evolución del crédito al sector privado; que ha sido delineada esencialmente por las distintas reformas financieras llevadas a cabo en las últimas tres décadas. Para esto se analiza el comportamiento de las principales opciones de financiamiento con las que cuentan las empresas, con el objetivo de tener un panorama lo más completo posible; que permita determinar si las reformas responsables del notable desarrollo del sector financiero, han generado el mismo efecto en el crédito destinado al sector productivo, de ser así, la relación positiva entre ambos sectores quedaría evidenciada, pero si el efecto es distinto, entonces se avanzaría en la hipótesis contraria.

En este sentido, estudiar el comportamiento que ha seguido el crédito bancario, adquiere particular interés, dado que uno de los principales argumentos para llevar a cabo el proceso de liberalización financiera, fue precisamente la reducción en el costo del capital y la mejor asignación del mismo, a través de las instituciones bancarias. Es decir, si lo anterior es cierto, las empresas deberían gozar de un mayor acceso al crédito bancario, a tasas de interés más bajas, esto último como resultado de una mayor competencia, derivada del proceso de extranjerización al que fue sujeta la banca.

Uno de los efectos lógicos de lo anterior, era la reducción en términos de participación en el crédito total a las empresas, del porcentaje otorgado por la banca de desarrollo, sin embargo, si la primera condición no se cumpliera, entonces la banca de desarrollo debería presentar un papel preponderante como fuente de financiamiento, principalmente para las pequeñas y medianas empresas manufactureras. Por lo tanto resulta pertinente analizar también los cambios en el comportamiento e injerencia de la banca de desarrollo en el mercado crediticio a lo largo del periodo de estudio.

Por otro lado, no se puede excluir de las principales fuentes de financiamiento, al mercado bursátil, cuyo desarrollo obedece directamente a la serie de reformas financieras llevadas a cabo, con el objetivo de constituirlo como una fuente de financiamiento atractiva para las distintas empresas. Por otro lado, el análisis de las tres opciones de financiamiento mencionadas, permitirá identificar otras modalidades de crédito que se hayan desarrollado en los últimos años; y así, poder determinar su grado de importancia en el crédito total a las empresas; para lo cual se analizan a detalle los resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, que constituye la mejor fuente de información para conocer la composición del crédito por tamaño y tipo de empresa; de esta manera será posible, observar desde la perspectiva de la empresa, los distintos cambios que se hayan generado en cada una de las fuentes de financiamiento anteriormente señaladas.

4.2 Estrategias de política financiera para el desarrollo

Desde el punto de vista teórico, un correcto funcionamiento del sector bancario y financiero resolvería uno de los principales obstáculos para detonar un proceso de crecimiento y desarrollo económico, es decir, el relacionado con el acceso al crédito. Tras treinta años de la adopción del modelo neoliberal, del cual uno de sus pilares operativos es precisamente la liberalización de los mercados financieros, resulta pertinente evaluar si en el caso de México, se ha llevado a cabo una mejora en dicho rubro.

Con el objetivo de comprender la evolución del financiamiento al sector privado, a continuación se analizan las principales reformas hechas al sistema financiero mexicano, que en gran medida explican dicha evolución. De acuerdo con Mántey (2010), México ha transitado por dos estrategias de política financiera para el desarrollo; opuestas en su instrumentación. La primera conocida como el modelo de desarrollo estabilizador y la segunda, como el modelo neoliberal de crecimiento. La primera se caracteriza por utilizar instrumentos de política monetaria como el encaje legal, los cajones selectivos de crédito y el control de las tasas de interés pasivas para lograr que el sistema financiero apoye el crecimiento económico de actividades prioritarias y estratégicas; en tanto que la segunda se basa en la desregulación del sistema financiero y el uso de instrumentos de política basados en la libre operación de los mercados, la reducción del papel del Estado en la economía y la apertura externa.

A mediados del siglo pasado, el sistema financiero era sumamente especializado, las instituciones de crédito señaladas por la ley eran: bancos de depósito, bancos de ahorro, sociedades financieras, sociedades hipotecarias, sociedades de capitalización y sociedades fiduciarias mientras que las organizaciones auxiliares de crédito eran: almacenes generales de depósito, cámaras de compensación, bolsas de valores, uniones de crédito y compañías de seguro. La esencia del sistema financiero era el sistema bancario y el resto de las instituciones financieras tenían un papel secundario.

Entre 1950 y 1970, la política financiera del gobierno se ocupaba de promover el desarrollo mediante la asignación selectiva y eficiente de los recursos bancarios hacia la inversión productiva, evitando incurrir en déficit fiscal financiado mediante instrumentos inflacionarios (emisión monetaria) y se utilizaban instrumentos directos de política monetaria para la canalización de los recursos financieros hacia las actividades productivas consideradas prioritarias. La política monetaria se orientó a incrementar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión productiva y el banco central utilizaba el encaje legal para financiar el gasto público y dar crédito a los intermediarios financieros a través de los fideicomisos de fomento.⁵⁵ Y la política de crédito selectivo se realizaba por tres vías: los cajones de crédito especificados en el encaje legal; el financiamiento de los bancos de desarrollo con recursos propios, presupuestales y externos y, los fideicomisos de fomento, de esta forma se canalizaba el crédito bancario hacia actividades consideradas prioritarias (Mántey, 2010).

En ese entonces, la relación entre el banco central y los banqueros era estrecha, al grado de establecer acuerdos para evitar márgenes financieros amplios y limitar el crédito especulativo, así como convenios para canalizar recursos a programas específicos que eran remunerados a tasas superiores a las que pagaba el encaje legal. De esta manera creció el financiamiento a la actividad productiva, mientras el déficit fiscal se mantenía controlado y se financiaba con títulos de deuda pública colocados en el mercado interno. Es importante mencionar que a pesar del control, en este periodo la banca comercial tuvo un crecimiento significativo (Ampudia, 2001). La captación bancaria respecto al PIB llegó a ser del 50%, en parte por el control de las tasas pasivas, que garantizaba un rendimiento al ahorrador.

Por otro lado, el crédito bancario al sector privado, si bien, no representaba un porcentaje significativo del PIB, su canalización y las actividades de promoción y protección ante la competencia externa, contribuyeron al crecimiento de la economía, además, a pesar de que la profundidad financiera era muy limitada, las empresas tenían acceso a los recursos necesarios para poder invertir. Durante el periodo 1942-1964, la tasa promedio de crecimiento económico fue de 6.1% y la del crédito bancario como porcentaje del PIB fue de 22.7%, la inversión productiva (formación bruta de capital más acumulación de inventarios) fue de 17.6% del PIB, y la profundidad financiera de 17.5%. Datos que contrastan con los del último periodo que presenta la gráfica 4.1; principalmente los referentes a la profundidad financiera alcanzada (44.3%) y el crecimiento promedio del PIB (2.1%), claramente inferior al del primer periodo descrito; lo que inevitablemente genera dudas, por un lado, sobre el destino del crédito bancario, que resulta ser mayor en el último periodo, pero cuyo efecto positivo sobre la economía, no es claro; y por el otro, sobre los verdaderos beneficios derivados de las reformas hechas al sistema financiero mexicano.⁵⁶

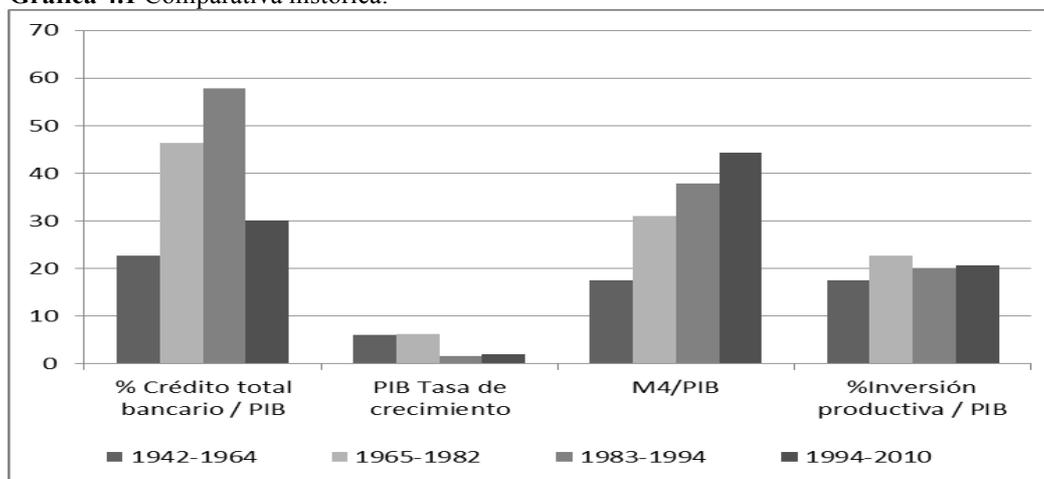
Además, el gasto público se utilizaba para generar infraestructura básica para la expansión industrial, estimulaba el ahorro y la inversión fija bruta a través de exenciones tributarias, subsidios a la actividad productiva y estímulos fiscales a la reinversión productiva de las

⁵⁵ Para compensar los efectos de restricción, a la banca comercial se le otorgó el derecho de mantener reservas excedentes remuneradas en el banco central cuando no encontraba sujetos de crédito satisfactorios. A través del encaje legal se regulaba el 75% del crédito bancario y el resto podía ser canalizado de forma discrecional por la banca comercial (Ampudia, 2012).

⁵⁶ La inversión productiva ha logrado mantenerse mediante su fondeo en los mercados internacionales de capital y deuda externa para las empresas medianas y grandes, y el creciente uso del crédito de proveedores, de otros pequeños intermediarios financieros y del sector informal para la micro y pequeña empresas, esto a pesar del incremento de la profundidad financiera (Girón, 2006).

ganancias; mientras que el tipo de cambio fijo operaba no sólo como ancla antiinflacionaria, sino como garantía de las expectativas de rentabilidad de las empresas.

Gráfica 4.1 Comparativa histórica.



Fuente: Elaboración propia con base en BIE-INEGI (2014).

Durante la década de los setenta, se mantuvo la idea de industrializar el país a través de medidas de política fiscal y monetaria, sin embargo, una serie de aspectos negativos; entre los que destacan, la recesión en los países industrializados, y el creciente déficit fiscal y comercial que enfrentaba la economía mexicana; generaron fuertes expectativas de devaluación; que se materializaron en un acelerado proceso de dolarización y fuga de capitales; ante lo cual el gobierno autorizó a la banca de depósito captar recursos en dólares; con lo que paulatinamente se llevó a cabo una reconversión de pasivos de moneda nacional a moneda extranjera al tiempo que continuaba la fuga de divisas y los sectores no dolarizados presionaron para aumentar el límite de depósitos en dólares, argumentando que la dolarización interna era preferible a la dolarización en el exterior. La importancia de este proceso, es que implicó un cambio drástico para la banca, en sus mecanismos de captación y canalización de recursos. La especulación en dólares comenzó a desplazar a la inversión productiva, dado que representaba una alternativa rentable y relativamente segura (López y Bustamante, 2012).

También en esta década se aprobó la Ley del Mercado de Valores y se creó la Comisión Nacional de Valores, lo que definió el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios, así como el marco de supervisión y regulación al que estarían sujetos. La banca incorporó otras actividades de intermediación financiera como las compañías de seguros, las de fianzas, las arrendadoras, los almacenes de depósito, las casas de bolsa, y las sociedades de inversión; gestando poderosos grupos financieros, cuyas actividades se establecían en función de intereses, que ya no siempre guardaban relación con los de las empresas industriales y comerciales (Tello Macías, 1984).⁵⁷

En los años ochenta se consideró que pese a los cambios, el funcionamiento del sistema financiero seguía siendo incorrecto, dada su rigidez. Se asumió que los controles cuantitativos del crédito (cajones selectivos) y el control que se ejercía sobre las tasas de

⁵⁷ Las instituciones bancarias utilizaban a las sociedades de inversión como un instrumento auxiliar para el financiamiento del grupo financiero al que pertenecían y en su cartera de inversión aparecían los títulos de compañías cuyo accionista principal era el propio banco, lo que generó un fuerte crecimiento del crédito bancario como porcentaje del PIB (Tello Macías, 1984).

interés pasivas y activas habían ocasionado que los agentes económicos buscaran una mejor colocación de sus recursos (fuga de capitales y dolarización), mientras que las empresas preferían recurrir al endeudamiento externo, en tanto que la banca racionaba el crédito ante el retiro de los ahorros de la población. Bajo esta lógica, el exceso de regulación había debilitado a las instituciones financieras.

Así, en 1982, se impuso un control cambiario y se nacionalizó la banca comercial, teniendo como argumentos detener la fuga de capitales y el hecho de que la banca no desempeñaba adecuadamente su papel de intermediación financiera, dado que funcionaba al amparo de una legislación anacrónica, dispersa, compleja y confusa, que le otorgaba grandes beneficios, en gran medida relacionados con la especulación y otras prácticas nocivas para la economía (Tello Macías, 1984). La banca perdió participación en la captación del ahorro y las empresas privadas comenzaron a priorizar el uso de fuentes alternativas de financiamiento, principalmente a través de papel comercial tanto bursátil, como no bursátil, lo que contribuyó al desarrollo del mercado de valores (Ampudia, 2012).

Tras la crisis bursátil-financiera de 1987, se sentaron las bases para la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capitales. Se comenzó a delinear un nuevo esquema para el mercado bursátil, más pequeño y acotado, con menos emisoras, clientes e intermediarios; y en el que comenzaba a predominar la inversión extranjera. Se aceleró el proceso de innovación y reforma financiera, para repatriar capitales y apoyar la intermediación; por ejemplo, se crearon nuevos instrumentos financieros con vencimientos más largos y tasas de interés flexibles (Aspe Armella, 1993).

Así, finalmente en 1988-89 se liberalizó el mercado de capitales, y se eliminaron por completo las restricciones a las tasas de interés, así como los cajones selectivos de crédito. Y dos años más tarde, en 1990-91 se llevó a cabo el proceso de reprivatización bancaria, que modificó el panorama bancario. De esta manera, se eliminó la llamada represión financiera, terminando con la intervención directa del banco central al suprimirse los requisitos de reserva obligatoria (encaje legal) y los controles sobre las tasas de interés pasivas y activas (Aspe Armella, 1993). Lo anterior atrajo un volumen considerable de capital extranjero; basta decir que entre 1991 y 1993, México captó flujos de inversión extranjera directa por 15.1 mil millones de dólares; cifra mayor a lo recibido por cualquier otro país de América Latina; así mismo, colocó importantes cantidades de bonos de deuda de empresas públicas y privadas; por su parte, las grandes empresas encontraron nuevas fuentes de financiamiento con menores tasas, a través de la colocación de valores en los mercados internacionales (Vicher, 2012).

Inicialmente, el proceso de privatización bancaria, le permitió a la banca destinar una mayor cantidad de recursos al financiamiento; de hecho, en 1994 el crédito bancario llegó a representar el 32.5% del PIB.⁵⁸ Desde entonces, dicha variable presenta un comportamiento errático, y una serie de modificaciones en cuanto a su asignación se refiere. De hecho, la crisis de 1994-95, marcó el inicio de un periodo que se caracterizó por la reducción del

⁵⁸ Entre 1988 y 1992 el financiamiento real al sector privado creció a una tasa anual del 31%, 10 veces más que el incremento en el PIB en dicho periodo, a su vez la razón deuda a capital de las principales 500 empresas del país pasó del 49% en 1991 al 83% en 1994. De 1988 a 1994 el crédito de la banca comercial al sector privado creció en términos reales un 277%, y el crédito al consumo mediante tarjeta de crédito creció en promedio 31%; el crédito directo para bienes de consumo durables, 67% y el crédito hipotecario, 47% en términos reales (Gil Díaz, 1996).

financiamiento bancario a las actividades productivas; obstruyendo el vínculo positivo que debía generarse entre los dos sectores involucrados.

Tras dicha crisis, el sistema financiero mexicano registró cambios importantes en su estructura y funcionamiento. En la primera, se dio un proceso de adquisición de los principales grupos financieros locales por parte de los grandes conglomerados financieros internacionales; así como el surgimiento de nuevos intermediarios financieros no bancarios. En cuanto a su funcionamiento, el financiamiento a las actividades productivas registró una tendencia declinante, como se mencionó anteriormente; en tanto que la captación de recursos se tornó menos dependiente de los pasivos tradicionales, esto es, de los depósitos, y más del fondeo interbancario interno y externo (Correa, 2006). Por su parte, el mercado de valores se expandió como respuesta a la mayor integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales.

Cuadro 4.1 Estructura del Financiamiento al Sector Privado no Financiero

| | Financiamiento Total | Financiamiento externo (%) | Financiamiento Interno (%) | Financiamiento de la banca comercial | Financiamiento de la banca de desarrollo |
|-------|----------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------------------|--|
| 1994 | 100 | 16.00 | 84.00 | 63.88 | 5.43 |
| 1995 | 100 | 20.76 | 79.24 | 60.63 | 5.43 |
| 1996 | 100 | 20.82 | 79.18 | 60.37 | 5.23 |
| 1997 | 100 | 22.80 | 77.20 | 59.09 | 4.52 |
| 1998 | 100 | 27.96 | 72.04 | 52.35 | 3.47 |
| 1999 | 100 | 29.44 | 70.56 | 48.47 | 3.56 |
| 2000 | 100 | 30.98 | 69.02 | 41.71 | 3.85 |
| 2001 | 100 | 30.68 | 69.32 | 36.94 | 4.39 |
| 2002 | 100 | 30.05 | 69.95 | 34.08 | 4.57 |
| 2003 | 100 | 28.68 | 71.32 | 32.17 | 4.09 |
| 2004 | 100 | 25.30 | 74.70 | 34.41 | 2.27 |
| 2005 | 100 | 23.55 | 76.45 | 37.43 | 2.13 |
| 2006 | 100 | 22.90 | 77.10 | 41.81 | 1.91 |
| 2007 | 100 | 21.09 | 78.91 | 44.58 | 1.54 |
| 2008 | 100 | 23.02 | 76.98 | 40.85 | 1.86 |
| 2009 | 100 | 20.81 | 79.19 | 40.94 | 2.30 |
| 2010 | 100 | 20.51 | 79.49 | 41.34 | 2.66 |
| 2011 | 100 | 22.85 | 77.15 | 40.94 | 2.98 |
| 2012 | 100 | 22.24 | 77.76 | 41.43 | 3.28 |
| 2013 | 100 | 24.62 | 75.38 | 40.52 | 3.68 |
| 2014 | 100 | 27.35 | 72.65 | 38.94 | 4.11 |
| 2015 | 100 | 27.84 | 72.16 | 38.43 | 4.46 |
| 2016* | 100 | 27.51 | 72.49 | 37.43 | 4.29 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

*Primer trimestre del 2016.

La serie de reformas llevadas a cabo en el Sistema Financiero Mexicano, explican en gran medida los cambios acontecidos en el financiamiento otorgado al sector privado mexicano; en este sentido el cuadro 4.1 muestra que el financiamiento otorgado por fuentes externas, paso de representar el 16% del total, en 1994, al 27.51% en 2016; mientras que el otorgado de manera interna paso de 84% a 72.49%, durante el mismo periodo. Y aunque en las siguientes secciones se profundizará en lo referente al crédito otorgado por la banca comercial y la de desarrollo, el cuadro 4.1 permite un primer acercamiento al respecto; ya que es posible observar que durante el periodo antes mencionado el financiamiento otorgado por la banca comercial paso de representar el 63.88% del total, a 37.43%; por su parte la banca de desarrollo, que en 1994 representaba el 5.43% del financiamiento total; para 2016, su participación fue de 4.29%.

Por otra parte, el destino de dicho financiamiento, también presenta una serie de cambios a lo largo del periodo bajo análisis, por ejemplo, resulta notable el crecimiento del financiamiento destinado a consumo; que en 1994 se encontraba por debajo de los niveles que presentaba lo destinado a hogares y a empresas; mientras que a partir de 2012, se sitúa por arriba de los

otros dos rubros. A partir de estos datos se torna pertinente un análisis más detallado sobre los cambios en el financiamiento al sector productivo nacional.

4.3 Financiamiento otorgado por el sector bancario

En el apartado anterior se mostró la reducción del financiamiento al sector privado, otorgado por la banca comercial. Sin embargo, los cambios en este rubro no son únicamente de carácter cuantitativo, sino que también, se ha modificado su composición, tornándose prioritarios los préstamos a consumo y vivienda, mientras que el crédito a empresas ha disminuido sensiblemente, como se muestra en el cuadro 4.2. El crédito destinado a consumo pasó de representar el 7.56% del crédito total otorgado en 1994, a 20.95% en 2016, alcanzando su máximo en 2007 (28.14%). Mientras que el destinado a servicios y manufacturas, presenta un descenso constante a lo largo del periodo de estudio; en el caso del sector manufacturero, este representaba en 1994, el 17.79%; porcentaje que para 2016, fue de 9.74% (véase cuadro 4.2). De acuerdo con Lapavitsas (2011), la priorización del crédito al consumo por parte de la banca comercial, es una tendencia global; que no solo da cuenta del desinterés de la banca por el desarrollo productivo, sino que implica un proceso de expropiación financiera sobre los trabajadores, dado el elevado nivel de endeudamiento, en el que deben incurrir.⁵⁹ Además, de acuerdo con Toporowski (2008) el incremento de la deuda de las familias transmite fragilidad financiera a la economía en su conjunto.

Cuadro 4.2 Crédito otorgado por la Banca Comercial.

| | Total | Sector Privado Total | Manufactureras | Construccion | Servicios | Vivienda | Consumo | Financiero |
|-------|--------|-------------------------|----------------|--------------|-----------|----------|---------|------------|
| 1994 | 100.00 | 90.92 | 17.79 | 7.32 | 34.62 | 16.36 | 7.56 | 4.28 |
| 1995 | 100.00 | 90.74 | 16.96 | 7.32 | 31.28 | 21.40 | 5.30 | 3.71 |
| 1996 | 100.00 | 91.30 | 17.03 | 7.42 | 28.54 | 25.00 | 4.01 | 2.16 |
| 1997 | 100.00 | 91.80 | 17.41 | 7.37 | 28.47 | 26.47 | 3.62 | 1.66 |
| 1998 | 100.00 | 89.21 | 18.86 | 6.73 | 25.72 | 27.18 | 3.36 | 1.81 |
| 1999 | 100.00 | 77.76 | 16.28 | 4.49 | 22.36 | 24.43 | 3.53 | 2.52 |
| 2000 | 100.00 | 73.77 | 15.48 | 3.59 | 23.43 | 21.06 | 4.64 | 2.89 |
| 2001 | 100.00 | 70.38 | 14.64 | 3.29 | 21.63 | 19.04 | 6.65 | 3.98 |
| 2002 | 100.00 | 66.70 | 13.60 | 2.89 | 21.52 | 16.64 | 8.62 | 4.32 |
| 2003 | 100.00 | 66.71 | 13.32 | 3.02 | 20.52 | 14.41 | 12.43 | 3.76 |
| 2004 | 100.00 | 73.26 | 14.09 | 3.14 | 22.09 | 13.87 | 17.60 | 4.66 |
| 2005 | 100.00 | 75.05 | 10.63 | 3.23 | 20.35 | 15.53 | 23.38 | 5.41 |
| 2006 | 100.00 | 82.69 | 10.16 | 3.75 | 21.34 | 17.48 | 28.02 | 4.42 |
| 2007 | 100.00 | 84.96 | 9.91 | 7.44 | 21.11 | 16.60 | 28.14 | 4.25 |
| 2008 | 100.00 | 86.54 | 10.96 | 9.10 | 22.69 | 16.77 | 25.13 | 3.34 |
| 2009 | 100.00 | 81.38 | 10.96 | 9.25 | 22.00 | 17.49 | 19.97 | 2.91 |
| 2010 | 100.00 | 81.08 | 10.95 | 9.76 | 21.56 | 17.89 | 19.12 | 2.55 |
| 2011 | 100.00 | 81.55 | 10.84 | 9.60 | 22.05 | 16.71 | 20.50 | 3.25 |
| 2012 | 100.00 | 81.24 | 9.62 | 10.18 | 20.97 | 16.36 | 22.04 | 3.54 |
| 2013 | 100.00 | 81.91 | 10.00 | 9.41 | 22.01 | 16.17 | 22.42 | 3.91 |
| 2014 | 100.00 | 79.71 | 9.99 | 8.76 | 21.76 | 15.86 | 21.48 | 4.13 |
| 2015 | 100.00 | 79.74 | 10.17 | 8.79 | 22.17 | 15.67 | 20.78 | 4.40 |
| 2016* | 100.00 | 80.13 | 9.74 | 8.99 | 22.40 | 15.92 | 20.95 | 4.20 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

*Primer trimestre del 2016.

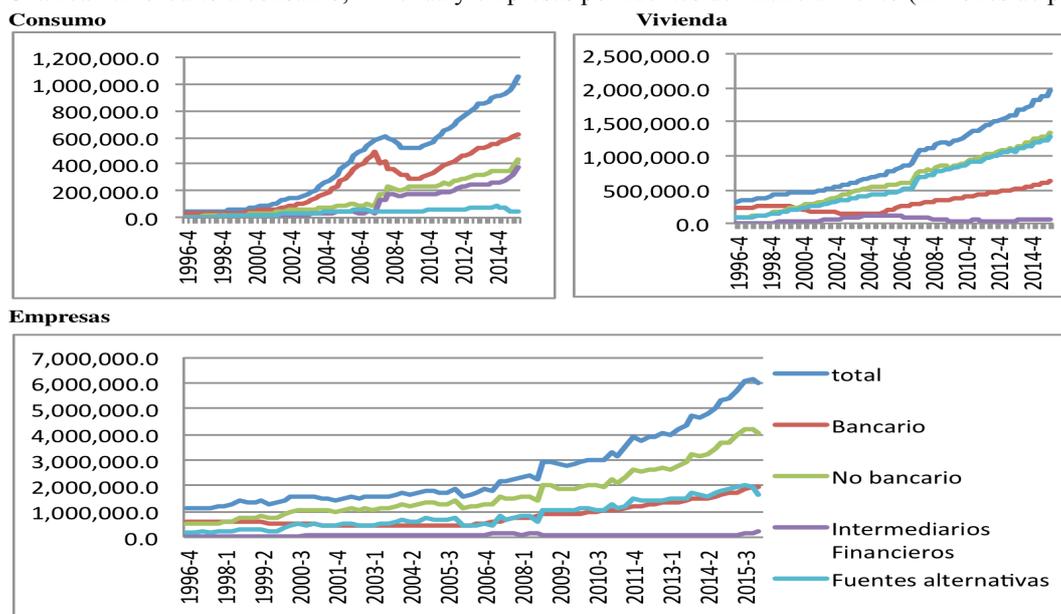
Cabe mencionar que respecto al crédito total a empresas, el otorgado por la banca comercial representa en términos generales, la tercera fuente de financiamiento en nivel de importancia, frente a la tendencia creciente del otorgado por fuentes no bancarias. Sin embargo, la situación es distinta en el caso del crédito otorgado a consumo, donde representa la fuente más importante de financiamiento; mientras que en el rubro de vivienda, presenta una clara tendencia a la alza (véase gráfico 4.2).

⁵⁹ Los clásicos del marxismo pensaban que los bancos cumplían una función integradora en la economía capitalista, al recopilar información, transferir recursos mediante la sociedad y facilitar la nivelación de la tasa de ganancia; pero la financiarización cambió las cosas de manera drástica (Lapavitsas, 2011).

Es decir, la banca comercial, se ha alejado paulatinamente del crédito a las empresas, destinando sus recursos hacia los mercados internacionales de capitales, al financiamiento de la deuda pública, o bien a operar simplemente como proveedor de servicios de compensación para las operaciones que no se realizan en efectivo, encontrando interesantes rendimientos en el cobro de comisiones y en la administración de la nómina de empresas. Es decir, en un contexto caracterizado por altas tasas de interés y comisiones en la prestación de operaciones, la banca comercial ha relegado a segundo plano su función como promotor del sector productivo nacional.

Dicha contracción del crédito a las actividades productivas, es uno de los principales indicadores de la existencia del proceso desintermediación bancaria que se ha ido configurando en las últimas décadas, y que se intensificó con la entrada masiva de capitales externos de corto plazo, durante la primera mitad de la década de los noventa; y que propició una nueva estructura financiera donde la actividad bursátil presenta un mayor dinamismo, en detrimento de la intermediación bancaria. En este sentido, López (2009) considera que la bursatilización de los pasivos bancarios, también ha contribuido de manera importante a la contracción del crédito. Y como indicador de esto, basta observar que la proporción de los valores del sector bancario con relación a los activos totales, se ha incrementado de manera constante a partir de 1995; mientras que la proporción del crédito registra una clara tendencia a la baja, a partir del mismo año.⁶⁰

Gráfica 4.2 Crédito a consumo, vivienda y empresas por fuentes de financiamiento (millones de pesos).



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

Como se mencionó anteriormente, una de las principales causas de la contracción del crédito otorgado por la banca comercial al sector productivo, se relaciona con las elevadas tasas de interés cobradas; así lo muestran los resultados de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, realizada por el Banco de México; ya que el 47.3% de las empresas

⁶⁰ Se ha incrementado el financiamiento a los intermediarios bancarios en detrimento de las organizaciones no bancarias. Desde 1990 y hasta 2008, el financiamiento a intermediarios financieros creció aceleradamente, en tanto que el otorgado a los organismos no financieros se redujo, debido principalmente a dos factores, el bajo dinamismo del mercado interno, y al predominio del sector bursátil, que a su vez es una de las principales causas del primero (Vidal, 2009).

encuestadas en 2016, consideraron a este aspecto como el principal limitante para solicitar u obtener un crédito bancario; dicha percepción se agrava en el caso de las pequeñas y medianas empresas, para las que esta limitante representó el 54.8% de sus respuestas; que es menor al 42.4% que declararon las grandes empresas, que además, cuentan con mejores opciones de financiamiento, como es el acceso al crédito proveniente de fuentes extranjeras. Por lo tanto, el crédito a las empresas enfrenta una doble restricción, por un lado, la negativa a solicitar crédito por parte de las empresas, y por el otro, una limitada oferta de recursos por parte de la banca comercial.

Otro de los datos que arroja la encuesta antes mencionada, se refiere al porcentaje de empresas que no obtuvieron un crédito, por ejemplo, en 2011 dicho porcentaje fue de 68.7%, mientras que para 2016, se incrementó a 75.5%. Dicha situación nuevamente se agrava para el caso de las pequeñas y medianas empresas, para quienes el porcentaje fue de 81.7% en el mismo año; mientras que en el caso de las empresas dedicadas a la manufactura, el 78.5% no pudo acceder a un crédito bancario. Solo en el caso de las grandes empresas, el dato es menor al promedio, 71.8% (véase cuadro 4.2). De esta manera, resulta difícil argumentar que la serie de reformas hechas al sistema bancario a lo largo de las últimas tres décadas haya contribuido a mejorar la asignación de los recursos bancarios, y con ello, el fortalecimiento del sector productivo nacional.

Cuadro 4.2. Acceso a crédito bancario por tamaño de empresa.

| | 2011 | | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | 2016 | |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | NC | Ti |
| Total de empresas | 68.70 | 50.00 | 68.60 | 46.50 | 68.70 | 41.40 | 72.30 | 45.20 | 70.70 | 51.80 | 75.50 | 47.30 |
| Con hasta 100 empleados | 74.48 | 62.30 | 75.30 | 54.30 | 74.40 | 49.00 | 79.70 | 54.30 | 73.00 | 59.70 | 81.70 | 54.80 |
| Con más de 100 empleados | 65.20 | 41.80 | 64.70 | 40.80 | 65.20 | 36.10 | 67.90 | 39.00 | 69.40 | 46.80 | 71.80 | 42.40 |
| Manufactureras | 64.10 | 38.30 | 68.10 | 35.50 | 65.60 | 31.10 | 76.00 | 41.50 | 68.40 | 45.00 | 78.50 | 46.40 |
| De servicio y comercio | 73.10 | 55.80 | 70.10 | 50.20 | 71.20 | 44.20 | 71.00 | 47.50 | 71.10 | 55.30 | 74.40 | 45.30 |

NC: Porcentaje de empresa que no recibieron créditos bancarios

Ti: Porcentaje de empresas que consideran a las altas tasas de interés como la principal limitante para solicitar un crédito

Fuente: Elaboración propia con base Banco de México (2016), Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio.

Al respecto, autores como Stockhammer (2009) y Velázquez (2006) sostienen que dicho fortalecimiento dejó de ser imprescindible para la banca, debido a la paulatina capacidad que ha adquirido, para obtener ganancias no relacionadas con actividades productivas. Es decir, la banca se ha distanciado del capital industrial y comercial; por lo que ha dejado de representar un motor de desarrollo para el sector productivo (Lapavitsas, 2011). La banca comercial perdió el interés en realizar su actividad primordial; la de servir como intermediario entre el sector financiero y el productivo, optando por la intermediación de valores gubernamentales y la negociación de productos financieros derivados. Lo que parcialmente explica porque la reducción del crédito al sector productivo no ha afectado su margen financiero, que ha logrado niveles sin precedentes, como se mostró en el capítulo anterior. Y si se considera que los bancos perseguirán un margen financiero libre de riesgos, resulta lógica la inversión de sus recursos en valores gubernamentales, a pesar de que con ello se restringa el crédito al sector productivo (Mántey, 2013).

De hecho, considerando dicha aversión al riesgo y el que la liquidación de los créditos de las empresas depende de los flujos de retorno de éstas, es posible explicar parcialmente el viraje en el destino de los recursos bancarios hacia los rubros de consumo y vivienda; además, las tasas de interés cobradas a las empresas son menores que las fijadas a los créditos al consumo. En este punto, es importante considerar la estructura oligopólica que presenta la banca

mexicana, y que le permite fijar elevadas tasas de interés activas; a diferencia de las tasas reales de depósito que se han mantenido por debajo de los Certificados de Tesorería (Cetes) a 28 días (Mott, 2010). Con lo que se ha configurado la situación inversa a la que sostiene la teoría de la represión financiera (McKinnon, 1973), según la cual, las tasas de interés pasivas se incrementarían como resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera, que se suponía estimularían la competencia en el mercado bancario. Sin embargo, en el caso mexicano, el mercado de depósitos se ha convertido en la fuente más barata de liquidez para la banca comercial.⁶¹

Otro de los factores a considerar es la posición privilegiada que tiene la banca comercial en el mercado de dinero, que reduce su disposición a competir por recursos en el mercado organizado de capitales, y con ello respaldar la inversión productiva; además, esto representa un obstáculo para el desarrollo del mercado privado de capitales. En este sentido, cabe señalar que los principales instrumentos financieros que se negocian en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) son títulos gubernamentales y participaciones de capital de un reducido número de grandes empresas. De hecho, en 2016 el sector público emitió el 78.5% del total de títulos de deuda que se negocian en el mercado bursátil local, en tanto que la banca comercial colocó el 5.1%, y el sector privado no financiero el 4.4% (Véase anexo 13).

Así, los bancos han logrado mantener su rentabilidad, al tiempo que han reducido el riesgo de sus inversiones, a pesar de que en el proceso, se haya descuidado el financiamiento a la actividad productiva, y es que han volcado su atención y recursos, hacia nuevos destinos, por ejemplo, la venta de instrumentos de cobertura para administración de riesgos, la intermediación de valores gubernamentales en operaciones de reporto, y operaciones con derivados, que les ofrecen altos rendimientos, operaciones sin riesgo de crédito y un mercado autorregulado que los protege de posibles medidas de política monetaria adversas.⁶²

La gráfica 4.3 muestra las principales actividades de la banca privada, según el valor que representan en el total de sus recursos. Y resulta evidente la creciente importancia que han adquirido los instrumentos sintéticos; cabe mencionar que la rentabilidad de las operaciones con derivados se ve favorecida por el oligopsonio en el mercado de depósitos bancarios, que permite a los banqueros pagar un rendimiento inferior al que genera el activo sin riesgo, sobre los depósitos de margen que aportan las partes contratantes, y también por el hecho de que el rendimiento de sus tenencias bancarias de valores del sector público, está indexado a la tasa interbancaria de equilibrio (TIIE), lo que los protege en caso de que asuman posiciones por cuenta propia (Mántey 2013).

Por lo tanto, es posible inferir que la banca comercial no está ofreciendo los suficientes servicios financieros al sector productivo; y aún así, su nivel de rentabilidad se mantiene a la alza, como se mostró en el tercer capítulo del presente trabajo; y que como ya se mencionó, obedece en gran medida a los ingresos obtenidos por el financiamiento de la deuda pública, y el cobro de comisiones por servicios ofrecidos a los usuarios. Esto de ninguna manera

⁶¹ El sistema bancario prevaleciente hasta 1982, también presentaba una estructura oligopólica, sin embargo, en ese entonces la banca estaba regulada y prevalecía la propiedad de capitales nacionales. Actualmente, ambos elementos son contrarios, lo que reduce el margen de acción de las autoridades para conducir la política monetaria y dirigir el crédito hacia el financiamiento a las actividades económicas prioritarias, en términos de demanda agregada y generación de empleos (Garrido, 2005).

⁶² Los bancos han privilegiado las operaciones con derivados porque en ellas no tienen la obligación de constituir reservas, lo que eleva su rentabilidad, dado que cobran comisiones, sólo por vincular a compradores y vendedores de contratos.

contribuye al flujo de fondos, tan necesarios para la actividad económica; y genera una serie de dudas sobre los verdaderos intereses que rigen el actuar de la banca comercial en México. En este sentido, cabe señalar que para Lapavitsas (2011), la reducción en el otorgamiento de crédito al sector productivo, constituye una de las principales razones de que la crisis financiera de 2008, se haya tornado en una recesión mundial.

Gráfica 4.3 Recursos de la banca comercial.



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

Por su parte, la banca de desarrollo desde 1994 presenta una tendencia decreciente, tanto en su nivel de activos en proporción al PIB, como en su participación porcentual en el crédito total otorgado al sector privado. En 2008, sus activos representaron el 3.2% del PIB; año en el que fue utilizada para contrarrestar la caída en la intermediación privada, lo que explica la leve recuperación de 2009; sin embargo, esta obedeció principalmente a la reclasificación contable de inversiones en valores, lo que aumentó artificialmente el volumen del activo, sin aumentar su operación (Ampudia, 2012). Por otro lado, su participación en el crédito total, paso de 5.43% en 1994, a 4.29% en 2016; llegando a ser de 1.54% en 2007. Es decir, porcentajes insignificantes frente a las necesidades que muestra la economía mexicana.

Además, debe considerarse que el porcentaje que representa el crédito total otorgado al sector privado, respecto al PIB fue de 27.8%, en 2016. La banca de desarrollo aportó el 4.29% del crédito total otorgado, es decir, poco más de la décima parte de lo otorgado por la banca comercial en ese mismo año, 37.43%. De hecho, el porcentaje otorgado vía la emisión de instrumentos de deuda es mayor también en dicho año, 7.1% (Banco de México, 2016).

Sin embargo, los cambios en el crédito otorgado por la banca de desarrollo, no se reducen a la tendencia decreciente de su participación en el crédito total al sector privado, sino que también su composición ha experimentado una serie de cambios; por ejemplo, el destinado a empresas y personas físicas pasó de 18.58%, en 1994, a 43.09%, en 2016. Mientras que el sector público pasó de 52.36% a 33.34%, en el mismo periodo; porcentaje que continua siendo considerable en proporción a lo otorgado a empresas. Esto obedece principalmente a que la mayor parte de la adquisición de valores por parte de la banca de desarrollo se lleva a cabo en dicho sector (Banco de México, 2016).

Por otro lado, lo destinado a consumo paso de 0.64% en 1994, a 3.82% en 2016; mientras que el rubro de vivienda paso de 0.79% a 1.75%, en el mismo periodo; en ambos casos el crecimiento registrado es mayor al experimentado por el sector manufacturero, que paso de

representar el 4.26% a 7.07% en el mismo lapso de tiempo; situación similar a la del sector servicios que paso de 6.02% a 12.72%. Además, cabe destacar que a pesar de la tendencia decreciente que presenta lo destinado al sector financiero, continua siendo considerablemente mayor a los dos rubros anteriores, pasando de 34.35% en 1994, a 20.83 en 2016 (Véase cuadro 4.3).

Cuadro 4.3 Crédito otorgado por la Banca de Desarrollo

| | Total | Sector Privado Total | Manufacturas | Construcción | Sector Servicios | Vivienda | Consumo | Sector Financiero |
|-------|--------|-------------------------|--------------|--------------|---------------------|----------|---------|----------------------|
| 1994 | 100.00 | 18.58 | 4.26 | 2.07 | 6.02 | 0.79 | 0.64 | 34.35 |
| 1995 | 100.00 | 17.86 | 4.38 | 3.14 | 4.34 | 0.75 | 0.55 | 26.30 |
| 1996 | 100.00 | 19.23 | 5.28 | 2.61 | 4.14 | 1.02 | 0.66 | 19.73 |
| 1997 | 100.00 | 18.35 | 5.09 | 1.56 | 3.63 | 1.09 | 0.88 | 15.45 |
| 1998 | 100.00 | 13.59 | 4.78 | 1.59 | 2.02 | 1.16 | 0.78 | 14.40 |
| 1999 | 100.00 | 14.19 | 5.71 | 1.33 | 1.79 | 0.74 | 0.87 | 10.70 |
| 2000 | 100.00 | 16.24 | 7.26 | 1.26 | 2.19 | 0.53 | 1.18 | 8.34 |
| 2001 | 100.00 | 18.65 | 7.84 | 1.43 | 2.43 | 0.89 | 1.57 | 6.10 |
| 2002 | 100.00 | 17.67 | 7.33 | 1.30 | 3.00 | 0.75 | 1.46 | 8.98 |
| 2003 | 100.00 | 16.47 | 7.01 | 1.31 | 3.28 | 0.61 | 1.09 | 16.38 |
| 2004 | 100.00 | 10.77 | 2.94 | 2.03 | 3.05 | 0.65 | 1.66 | 24.63 |
| 2005 | 100.00 | 11.25 | 2.67 | 2.36 | 3.26 | 0.88 | 1.62 | 27.87 |
| 2006 | 100.00 | 16.51 | 4.01 | 3.91 | 4.48 | 1.28 | 2.30 | 23.64 |
| 2007 | 100.00 | 19.23 | 2.77 | 6.13 | 4.76 | 1.78 | 3.32 | 29.79 |
| 2008 | 100.00 | 21.72 | 5.16 | 5.38 | 5.97 | 1.86 | 2.92 | 33.08 |
| 2009 | 100.00 | 23.32 | 4.60 | 6.98 | 6.52 | 1.90 | 3.13 | 34.96 |
| 2010 | 100.00 | 28.03 | 6.09 | 9.22 | 7.27 | 2.08 | 3.22 | 31.18 |
| 2011 | 100.00 | 34.07 | 8.33 | 12.39 | 7.60 | 2.27 | 3.42 | 28.95 |
| 2012 | 100.00 | 35.74 | 6.75 | 16.20 | 6.91 | 2.38 | 3.27 | 25.78 |
| 2013 | 100.00 | 38.38 | 6.92 | 16.40 | 9.41 | 2.13 | 2.94 | 24.71 |
| 2014 | 100.00 | 40.14 | 7.32 | 16.50 | 10.40 | 1.84 | 3.30 | 23.88 |
| 2015 | 100.00 | 43.64 | 7.55 | 17.45 | 12.47 | 1.69 | 3.66 | 22.30 |
| 2016* | 100.00 | 43.09 | 7.07 | 17.08 | 12.72 | 1.75 | 3.82 | 20.83 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

*Primer trimestre del 2016.

Uno de los factores que explica porque la banca de desarrollo no tiene una mayor participación en el financiamiento al sector productivo, se refiere al hecho de ésta se asuma como un intermediario de segundo piso, quedando subordinada a la disposición de la banca comercial y otros intermediarios a otorgar crédito, lo que implica cargar con la evaluación del posible acreditado y otros costos de operación; y no sólo eso, sino que mientras esos intermediarios, especialmente la banca privada, tengan la facilidad de generar utilidades, sin los costos y riesgos que implica el crédito, como se ha descrito, difícilmente financiaran programas de la banca de desarrollo (Gómez, 2013).

A partir de este análisis, es posible inferir que el monto y la composición del crédito otorgado al sector privado, depende de las características de la estructura financiera, ya que determina el funcionamiento de la intermediación bancaria en términos de la disponibilidad de fondos y del costo de los mismos, y lo más importante, el uso de los fondos que la propia estructura induce. En el caso de México, la intermediación financiera, en ausencia de mecanismos de regulación, ha conducido paradójicamente a un proceso de desintermediación bancaria, que de ninguna manera contribuye al fortalecimiento del aparato productivo.

En este sentido, valdría la pena reconsiderar algunos aspectos llevados a cabo durante el desarrollo estabilizador, como una política explícita de promoción industrial, una administración adecuada del presupuesto público, y la promoción del mercado interno. Para lo cual es imperativo restablecer el sistema de crédito, es decir, los bancos deben mantener una dinámica asociada a la producción y su financiamiento; y cuya profundidad esté

vinculada al aumento de la inversión y el crecimiento económico. Otro aspecto fundamental de cualquier alternativa que propicie el desarrollo productivo, es una mayor capacidad regulatoria por parte del gobierno, que implique la imposición de mecanismos institucionales que obliguen al sistema financiero a tener un comportamiento responsable (por ejemplo, como los plasmados en el acuerdo de Basilea).

4.4 Financiamiento otorgado por el sector bursátil

Las reformas al sistema financiero mexicano, se llevaron a cabo bajo la lógica de que el desarrollo de los intermediarios financieros, tiene un efecto positivo sobre la inversión, dado que aumenta las opciones de financiamiento para las empresas, que de esta manera pueden llevar a cabo verdaderos procesos de expansión, a través de la inversión en capital fijo, por ejemplo. Es decir, se asume la existencia de un fuerte vínculo positivo entre el mercado bursátil y el financiamiento de la inversión; principalmente porque se reduce el costo de capital, y se incrementa la eficiencia con que se otorga. Dado el objetivo del presente trabajo, resulta pertinente validar o no, dicha aseveración.

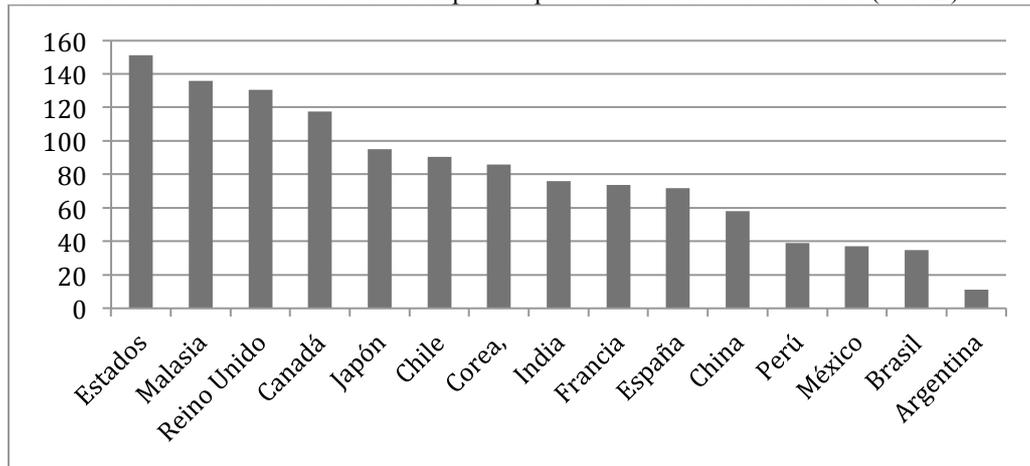
En este sentido, la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), debería representar una fuente importante de financiamiento para las empresas. Sin embargo, el reducido número de empresas emisoras; y las escasas ofertas públicas primarias de acciones, frente a las emisiones de deuda de corto plazo, que constituyen el mercado más dinámico, y que por su naturaleza, no garantizan el financiamiento de capital fijo; entre otros aspectos propios del desarrollo de la BMV, generan una serie de dudas sobre si realmente ha logrado dicho objetivo; dado que se trata de un mercado bursátil pequeño, tanto por el número de empresas participantes, como por su valor de mercado.

Respecto al primer punto, mientras que en 2014, en los mercados bursátiles de Estados Unidos y Canadá participaban 4102 y 3876 empresas, respectivamente, en México el número era de sólo 141 empresas, que es menor incluso si lo comparamos con países de la región como Brasil, Chile y Perú, en donde participan 353, 225 y 213 empresas, respectivamente. De hecho, entre 1988 y 2014, el número de empresas que participan en la BMV se redujo sustancialmente, pasando de 206 a 141; mientras que en países como Corea del Sur, China e India, el número de empresas participantes se mantiene en constante crecimiento, por ejemplo, en 2014, el número de empresas en dichos países, fue de 1767, 2494 y 5191, respectivamente (Banco Mundial, 2015). En cuanto al valor de mercado, el de la BMV en 2016, fue equivalente al 37.09% del PIB, en tanto que en países como Estados Unidos, Canadá, Corea del Sur, y Japón, dicho indicador fue del 151.16%, 117.36%, 85.98% y 94.14%, respectivamente (véase gráfico 4.4).

Aunado al reducido número de empresas participantes, el mercado bursátil mexicano presenta una elevada concentración; por ejemplo, en 2014, tres emisoras concentraron el 22.77% del mercado: América Móvil (AMX), con 10.22%; WalMart de México (Walmex), con 7.84%, y Grupo México (GMéxico), con 4.71%. Y otras siete emisoras concentraron el 23.95% del valor de mercado: Grupo Financiero Inbursa (3.59%), Femsa (4%), Cemex (2.61), Grupo Financiero del Norte (3.18%), Televisa (3.66%), Grupo Modelo (4.21%) y Bimbo (2.7%). En suma, el valor de mercado de todas las empresas mencionadas representó el 46.72% del valor de mercado de la BMV. Y como se observa en el gráfico 4.5, este grupo de empresas mayoritarias no ha sufrido cambios significativos en sus integrantes durante las últimas dos décadas, lo que evidencia aún más la elevada concentración que se ha descrito.

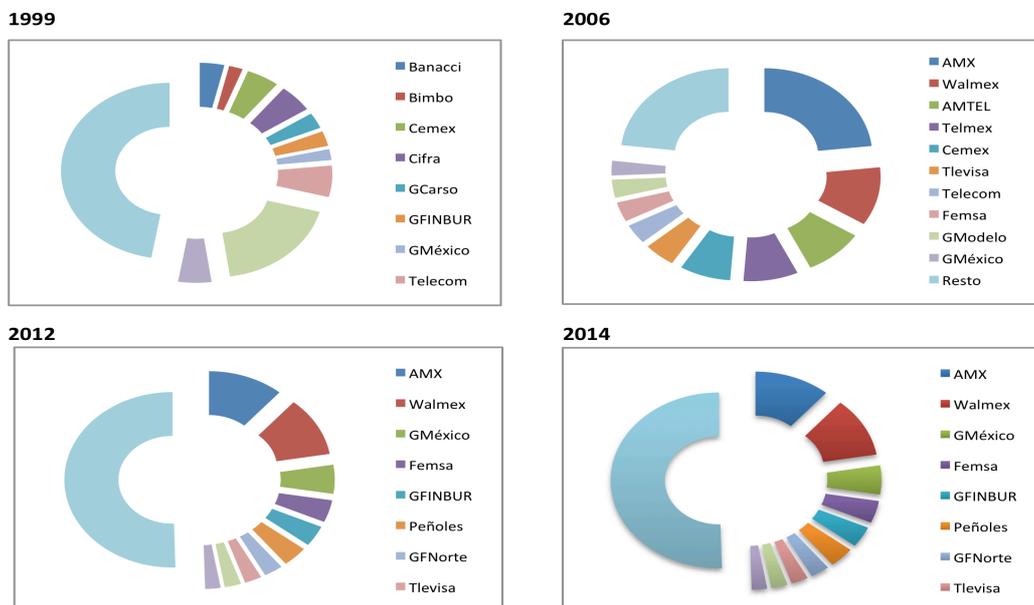
Sin embargo, la BMV no sólo presenta las limitantes derivadas de un reducido número de participantes y una marcada concentración en el valor de mercado, sino que también debe considerarse el que las empresas que cotizan, financieras y no financieras, no buscan financiamiento de largo plazo mediante la emisión de acciones, en este sentido, la BMV registra muy pocas emisiones primarias de acciones por parte de las empresas participantes. Por ejemplo, en 2014, sólo se registraron cinco ofertas accionarias iniciales, las cuales representaron un monto total de 23 034 millones de pesos; siendo las de mayor volumen, las emitidas por Grupo Hotelero Santa Fe, Grupo Rotoplas, Prologys Property México, y Fibra MTY.

Gráfica 4.4 Valor de mercado de las compañías que cotizan en la bolsa en 2016 (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con base en Banco Mundial, World Development Indicators (2016).

Gráfica 4.5 Concentración de la BMV (% de participación en el mercado de las emisoras)



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Informe anual 1999, 2006, 2012 y 2014.

Mientras que en el mercado de deuda de corto plazo, se realizaron 807 emisiones por un monto de 357 310 millones de pesos, es decir, presenta un comportamiento más dinámico, sin embargo, su propia naturaleza, hace improbable que las empresas lo utilicen con el propósito de financiar acumulación de capital, principalmente por la incertidumbre que implica este tipo de operaciones. Y en el mercado de deuda de mediano y largo plazo hubo 134 emisiones

por 268 590 millones de pesos; el certificado bursátil representa el 92.4% del total emitido. Además, cabe resaltar que las empresas no financieras sólo participaron con el 32% del total; los Bancos y Sofomes, con el 22%; en tanto que la deuda de Estados y Municipios representa el 46% (BMV, 2016).

Por lo tanto, resulta difícil sostener que la BMV constituya una importante fuente de financiamiento para la mayoría de las empresas, de hecho, en la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, en el periodo 1998-2009, ni siquiera aparece como opción de financiamiento. Sin embargo, podría inferirse que se contempla dentro de la opción de "otros", cuyo porcentaje alcanzado en 2009 para el total de empresas fue de 1.65%; mientras que clasificándolas en pequeñas, medianas, grandes y AAA los porcentajes fueron 0.27%, 0.54%, 4.94% y 8.7% (véase anexo 14). Lo que muestra la exclusión que padecen las pequeñas y medianas empresas, sin que esto signifique que la emisión de deuda tenga un papel preponderante para el resto del grupo de empresas, como es posible constatarlo bajo la nueva metodología de la encuesta mencionada, que a partir de 2010, si considera como respuesta específica la "emisión de deuda", vía mercado bursátil; la cual durante el primer trimestre de 2016 sólo fue utilizada por el 1.8% del total de empresas encuestadas.

A pesar de que la nueva versión de dicha encuesta para el periodo 2010-2016, no mantuvo la división por tamaño de empresa de la metodología anterior, si presenta una clasificación con base en la cantidad de empleados y otra, por actividad económica. Respecto a la primera; para las empresas con no más de 100 empleados, simplemente la emisión de deuda no fue utilizada, mientras que en el caso de las empresas con más de 100 empleados, el indicador fue de 2.9%. Y en el caso de las empresas manufactureras y de las dedicadas a servicios, los niveles de respuesta fueron 2.2% y 1.8%, respectivamente (véase anexo 15). Es decir, el sector productivo nacional, enfrenta dos limitantes en este rubro, el primero relacionado con el tamaño de la empresa en cuestión, y el segundo, por el tipo de actividad; lo que resulta grave si se considera que son precisamente las pequeñas y medianas empresas manufactureras, las encargadas de gran parte de la producción nacional.⁶³

De esta manera, es posible inferir que por un lado, las micro y pequeñas empresas no tienen acceso a este tipo de financiamiento, y por el otro, que las grandes empresas, que podrían acceder fácilmente al mercado bursátil para financiar su inversión de capital, se decantan por otras opciones. Esto obedece, a que si bien es cierto que el mercado secundario de deuda es capaz de ampliar la liquidez y generar mayor inversión productiva, también permite especular con base en los movimientos de los precios del mercado, lo que implica una mayor volatilidad, que termina por desincentivar la inversión productiva (Flores, 2007).

De hecho, esto explica porque los mercados financieros permiten la obtención de ganancias desligadas de la producción real, lo que actúa en menoscabo de su papel como fuente de financiamiento a la inversión (Mott, 2007). Además, en el proceso se desdibuja el vínculo entre los precios de las acciones en el mercado y el ingreso en dinero o ganancia supuesta o esperada, derivada de los activos de capital productivo subyacente; con lo que lejos de incentivar una mayor inversión en capital fijo, el mercado bursátil termina promoviendo que

⁶³ El papel de la micro, pequeña y mediana empresa, en la economía mexicana es fundamental. En 2013, las Pymes generaron el 72% del total de empleos y contribuyeron con el 52% del PIB (Vargas, 2013).

las empresas desvíen su atención de sus actividades productivas y se enfoquen hacia otras de índole financiera, adoptando una lógica rentista (Toporowski, 2004).⁶⁴

En el caso de México, no es posible afirmar de manera concluyente que el desarrollo del mercado de valores haya generado los efectos positivos que se esperaban, en parte porque su crecimiento se basó en el movimiento de títulos de mercado secundario y no, en la emisión de nuevas acciones. En este sentido, los bancos, al tener la posibilidad de obtener ganancias prácticamente sin riesgo, a través de la compra de deuda pública, se han refugiado en el mercado de dinero, con lo que han dejado de competir por recursos en el mercado de capitales. Así, los principales instrumentos financieros que se negocian en la BMV son títulos gubernamentales, papel comercial y participaciones de capital de un pequeño número de grandes empresas (Mántey, 2007). Es decir, el crecimiento del mercado de capitales se sustenta en el dinamismo del mercado de dinero y no en el impulso del mercado accionario, o en la promoción de un mayor financiamiento dirigido al sector productivo. Al respecto, basta considerar que el financiamiento bursátil neto total al sector privado como porcentaje del PIB, es considerablemente inferior al otorgado por la banca comercial, que como se dijo anteriormente, tampoco es suficiente para financiar el desarrollo productivo (Flores, 2007).⁶⁵

4.5 Composición del financiamiento por tipo de empresa.

A pesar de la importancia del tema para el crecimiento y desarrollo económico del país, la información disponible respecto al financiamiento al sector privado, a nivel de empresas, es escasa, y en este sentido, la fuente más relevante es la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, que ya ha sido referida en apartados anteriores. La información de dicha encuesta abarca el periodo 1998-2016, y cuyo análisis requiere dividirlo en dos, uno que abarque 1998-2009, y el otro que comprenda los años de 2010 a 2016; esto porque en 2009, la encuesta fue modificada, tanto en su metodología, como en la clasificación de las empresas (véanse anexos 14 y 15).

Respecto al primer periodo de estudio, resulta notable la importancia adquirida por el crédito de proveedores, para el total de empresas; tendencia que se acentúa al correr del tiempo, alcanzando niveles entre el 50% y el 60% entre las empresas encuestadas. También es perceptible que el grado de dependencia a dicho crédito, tiene una relación directa con el tamaño de la empresa, así, son las pequeñas, quienes presentan los mayores niveles, entre el 60% y 70%, mientras que en el caso de las medianas, el indicador se sitúa entre 50% y 60%, y para las grandes empresas, entre 40% y 50%. Cabe señalar que el crédito de proveedores viene determinado por los plazos concedidos para realizar los pagos por parte de los proveedores, permitiendo a la empresa deudora disponer del importe de la venta durante un período de tiempo adicional. Así, las operaciones de las empresas con sus proveedores y clientes no suelen realizarse al contado, sino que se conceden una serie de facilidades de pago que se materializan en un plazo para poder realizarlo. En este sentido, sin bien es cierto, que las implicaciones que tiene esta modalidad crediticia sobre las empresas, deberían ser objeto de un análisis detallado; no constituye el principal objetivo de la presente investigación, y por lo tanto, dicho análisis deberá ser postergado; sin embargo, resulta pertinente destacar que la

⁶⁴ La lógica rentista en el mercado bursátil, se ve potenciada por el hecho de que las empresas deben preocuparse por preservar su valor de mercado y continuar siendo atractivas para los inversionistas, lo que generalmente afecta de manera negativa sus inversiones físicas.

⁶⁵ El financiamiento bursátil tiene muy poca relevancia dentro del sistema financiero local, en lo que se refiere a proporcionar financiamiento a las empresas, pues alcanza niveles máximos ligeramente superiores al 2.5% respecto al PIB, pero en promedio sólo representa 0.5% (Martín y Trujillo, 2012).

creciente participación del crédito de proveedores constituye una prueba fehaciente de la pérdida de interés por parte de la banca comercial, en el financiamiento al sector productivo.

Por otra parte, las empresas de mayor tamaño (AAA), son las únicas que presentan una clara diversificación en sus fuentes de financiamiento, con preponderancia del crédito de proveedores y de la banca comercial, siendo esta última en algunos casos, su principal opción de crédito; contrario a lo que sucede en los tres tipos de empresa anteriores, en los que siempre aparece detrás del crédito de proveedores por un amplio margen. Es decir, el acceso al financiamiento otorgado por la banca comercial guarda estrecha relación con el tamaño de las empresas; por lo tanto, quienes presentan una mayor exclusión en este sentido, son las pequeñas, dado que sólo entre el 10% y el 20% recibieron algún tipo de crédito por parte de los bancos comerciales. La situación es muy parecida en el caso de las medianas empresas, dado que sólo el 25% de ellas, lograron acceder a este tipo de crédito.

Respecto al crédito proveniente del extranjero; sólo es una opción viable para las grandes empresas y las denominadas AAA; en el caso de estas últimas, el 8.33% utilizó dicha modalidad crediticia, en 2009. Y en cuanto a la banca de desarrollo, el análisis es muy similar, para las pequeñas, medianas y grandes empresas, esta opción es prácticamente insignificante, mientras que en el caso de las AAA, el 4.54% de estas, declaró haber utilizado este tipo de crédito, en el mismo año. Es importante señalar que el crédito otorgado por la banca de desarrollo no se encuentra entre las tres primeras opciones de financiamiento, sin importar el tamaño de empresa que se analice.

En relación al segundo periodo de análisis (2010-2016), cabe decir que a pesar de las modificaciones hechas a la metodología de la encuesta, el panorama no se ha modificado de manera importante, de hecho, las tendencias descritas anteriormente se han profundizado; el crédito de proveedores sigue siendo la principal fuente de financiamiento, el porcentaje de empresas que lo utilizan se sitúa entre 80 y 90%; independientemente del tamaño o actividad económica de las empresas, es decir, lejos de diversificar sus opciones de financiamiento, estas se han concentrado aún más en los últimos años, principalmente alrededor del crédito de proveedores. De igual forma, la brecha entre dicho crédito y el otorgado por la banca comercial, se mantiene prácticamente en la misma proporción.

Durante 2016, sólo el 35.5% de las empresas accedieron a un crédito comercial, en el caso de aquellas con hasta 100 empleados, el indicador es aún menor, 28.4%, mientras que para las que cuentan con un mayor número de empleados el porcentaje fue de 39.7%. Es decir, nuevamente queda evidenciada la exclusión por tamaño de empresa. Y respecto a la clasificación por actividad económica, el 31.3% de las manufactureras utilizaron este tipo de crédito, mientras que las dedicadas a servicios y comercio, lo hicieron en 38.5%. En este sentido, el anexo 16 muestra el grado de concentración imperante en el total de crédito otorgado por la banca comercial; ya que la mayor parte de éste, es destinado a grandes empresas (mayores acreditados). Por lo tanto, es posible inferir entre otras cuestiones, que el proceso de extranjerización bancaria no ha logrado la diversificación deseada.

Además, nuevamente se evidencia que existe una relación directa entre el acceso al crédito bancario y el tamaño de las empresas. Al respecto, cabe mencionar que el caso mexicano es contrario a lo que sucede en países más desarrollados, como Francia y Alemania, en los que el financiamiento vía crédito bancario es más importante en las pequeñas y medianas empresas, que en las grandes, dado que estas últimas pueden acceder a otras fuentes de financiamiento (Garrido, 2005).

Ante el panorama descrito, la institución encargada de actuar como contrapeso a los intereses bancarios y de promover mejoras en el otorgamiento del crédito a las empresas, debería ser la banca de desarrollo, sin embargo, en 2016 sólo el 6% del total de la muestra logró acceder a esta modalidad crediticia; y la situación se agrava en el caso de las empresas con menos de 100 empleados, en las que el porcentaje fue de 3.5%, mientras que para las empresas de mayor tamaño, fue de 7.5%, lo que de ninguna manera es plausible, dado que quienes necesitan en mayor medida este tipo de crédito, son las empresas de menor tamaño. Por otro lado, el 7.5% de las manufactureras utilizaron este crédito, frente al 5.9% en que lo hicieron las dedicadas a servicios y comercio.

Respecto a la banca extranjera, esta sigue siendo una alternativa principalmente para las grandes empresas; basta considerar que en 2016, el 7.7% de estas tuvo acceso a dicha opción de crédito, frente al 4.5%, de las empresas con menos de 100 empleados (véase el anexo 15). Por lo tanto, las pequeñas y medianas empresas, por un lado, padecen la falta de financiamiento en el sistema financiero local, y por el otro, están imposibilitadas de acceder a fondos en los mercados financieros internacionales. En contraste, la situación para las grandes empresas, es distinta, dado que si bien es cierto, también padecen el ineficiente sistema financiero local, estas si tienen la oportunidad de acceder a mercados internacionales.

Lo anterior explica el hecho de que la principal fuente de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas sea el crédito de proveedores. Como ya se mencionó, el financiamiento bancario se encuentra altamente restringido para este tipo de empresas, no sólo por las altas tasas de interés requeridas por los bancos, sino también en términos del monto otorgado. Al respecto, Garrido (2005), considera que dicho racionamiento del crédito, obedece a la forma en que los bancos priorizan sus ganancias sobre el financiamiento al sector productivo; por ejemplo, ante un exceso en la demanda de crédito, la respuesta debería ser un incremento en las tasa de interés, que promueva la mejor asignación de los recursos, sin embargo, con esta medida, las instituciones bancarias corren el riesgo de ver disminuidas sus ganancias, dado que es posible que esto provoque la salida de prestatarios seguros. Por lo que resulta preferible rehusarse a prestar a ciertos demandantes, y así forzar un equilibrio de racionamiento en el mercado de crédito, cuyos efectos más adversos son para los clientes considerados de alto riesgo, es decir, las micro, pequeñas y medianas empresas.

A lo largo de las gráficas revisadas, es posible observar la reducción del financiamiento al sector productivo, a pesar de la creciente captación de recursos que ha mantenido la banca comercial; además, el crédito otorgado se destinó principalmente a los rubros de vivienda y consumo, comportamiento muy similar al de los intermediarios no bancarios. Por otro lado, el mercado de valores presenta una tendencia creciente, principalmente de las inversiones en productos sintéticos. Lo que aunado al surgimiento de los inversionistas institucionales, ha propiciado que los recursos destinados a inversión se canalicen mediante depósitos, al circuito financiero y no así al productivo. Es decir, no se ha logrado establecer una relación sistemática entre la profundidad financiera y el crecimiento económico, porque se ha obstaculizado el desarrollo de un vínculo virtuoso entre el crédito bancario y el sector productivo del país.

Así, se ha configurado una estructura financiera que se caracteriza por la presencia de dos asimetrías: una, determinada por la autonomía de la actividad financiera, respecto a la actividad productiva de la economía y, la otra, por la expansión de las actividades bursátiles en detrimento de la intermediación bancaria. A medida que aumenta la bursatilización de los

pasivos bancarios, la actividad económica se contrae debido al efecto que provoca la restricción del crédito sobre la inversión productiva (López, 2009).

De esta manera, las reformas hechas al sistema financiero mexicano, lejos de contribuir a la industrialización del país, han propiciado un debilitamiento del tejido industrial, que se ha visto intensificado por la restricción crediticia que el proceso de financiarización ha fomentado, a través de la canalización de los recursos hacia activos financieros, que junto con el bajo dinamismo de la economía, es la principal causa de la disminución en los niveles de crédito otorgado al sector productivo, con lo que se ha obstaculizado la serie de efectos positivos que de acuerdo a la teoría ortodoxa el desarrollo del sector financiero debería implicar para el productivo.

4.6 Conclusión.

A lo largo del periodo de análisis, se observa una reducción en el financiamiento otorgado al sector productivo, tanto por la banca comercial, como por la de desarrollo; siendo más notable en el caso de esta última. Por lo tanto, es difícil argumentar que la serie de reformas a las que ha estado sujeto el sistema financiero mexicano, ha logrado superar los niveles de financiamiento a la inversión, logrados por las instituciones nacionales de crédito, durante el modelo sustitutivo de importaciones. Por el contrario, actualmente predomina la escasez de crédito hacia las empresas, mientras el crédito al consumo y a la vivienda muestra un marcado crecimiento.

El racionamiento del crédito bancario a las actividades productivas; la menor demanda de crédito de las empresas como respuesta a las elevadas tasas de interés reales; y el incremento de las inversiones en instrumentos sintéticos por parte de los bancos, han obligado a las empresas a buscar fuentes alternativas de financiamiento. Es decir, el carácter rentista y especulativo que predomina en el funcionamiento de la banca comercial, termina por obstaculizar el crecimiento económico.

Y es que la situación oligopólica del sistema bancario, y el oligopsonio imperante en el mercado de depósitos, constituyen una barrera para el desarrollo de un mercado financiero funcional a la inversión productiva. Esto afecta principalmente a dos tipos de empresas: a las Pymes, que generan cuatro quintas partes del empleo en nuestro país y más de la mitad del PIB (Vargas, 2013), y a las empresas innovadoras, de quienes depende el crecimiento de la productividad y la posibilidad de lograr una mejor participación en la economía global.

Por su parte, el mercado de valores no ha compensado la baja en el financiamiento bancario, la BMV no constituye una verdadera fuente de financiamiento para la inversión, debido a que cuenta con un reducido número de empresas participantes, y además, en unas cuantas se concentra un elevado porcentaje del valor de mercado. Por otro lado, son pocas las empresas que utilizan el mercado bursátil para realizar ofertas accionarias, la mayoría de las operaciones en el mercado de deuda son de corto plazo.

Los datos de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, muestran la preponderancia que tiene el crédito de proveedores en el financiamiento total de las empresas, frente al restringido acceso que tienen al crédito bancario, dado que éste último está condicionado principalmente al tamaño de las empresas, es decir, el acceso a este es aún más complicado para las pequeñas y medianas, lo que explica la elevada concentración de este tipo de crédito en las grandes empresas, que además, son las únicas para quienes el crédito

proveniente del extranjero es una alternativa, ya que la participación de las Pymes en este rubro es prácticamente nula. Por otro lado, la participación de la banca de desarrollo en el financiamiento general, está muy por debajo de las necesidades que presenta el sector productivo nacional, por lo que es incapaz de promover una mejora en las condiciones del crédito a las empresas. De esta manera, se configura un panorama poco alentador en términos de promoción a las empresas nacionales, ya que las fuentes de financiamiento restantes, presentan una participación insignificante.

Cabe señalar que tanto el financiamiento de la banca comercial, como el otorgado por la banca de desarrollo presentan mayores niveles de participación en el financiamiento a las empresas dedicadas a servicios y comercio, que en el de las manufactureras. Lo que genera una serie de cuestionamientos sobre el tipo de empresa que se pretende incentivar en el país. En este sentido, Kaldor (1963) señala la necesidad de considerar la distinción entre las actividades con rendimientos crecientes, asociadas a la industria y aquellas con rendimientos decrecientes, de carácter extractivo o desvinculadas de la industria; porque son las del primer tipo, las únicas con la capacidad de detonar periodos de auge económico. Por lo tanto, el crecimiento del sector industrial, principalmente manufacturero, adquiere gran relevancia, dada su estrecha relación con la tasa de expansión de la economía en su conjunto.

Es cierto que ante la situación surgen nuevas instituciones como las Sociedades de inversión, que han tenido un crecimiento notorio, pero sus recursos se destinan principalmente a financiar al gobierno; o las Siefors que han incrementado sus operaciones de crédito al sector privado, lo que sugiere que podrían constituirse en una opción de financiamiento privado, pero sin duda, limitado. Por lo tanto, los esfuerzos deberán encaminarse hacia la mejora del mercado financiero mexicano, a través de una política crediticia acorde con la realidad y necesidades de las empresas mexicanas; que promueva el financiamiento productivo desde la banca comercial, terminando con su actual lógica rentista y poco favorecedora para el país; y con la que se recupere la capacidad de canalizar el crédito hacia actividades estratégicas, acordes con un proceso de industrialización; en este sentido, resulta necesario que la banca de desarrollo retome su función como banca de primer piso; con lo que ampliará su cobertura de servicios, y fortalecerá su posición para la correcta canalización del crédito. De igual forma, se le deberá reasignar su capacidad financiera y autonomía de gestión para poder emprender políticas realmente encaminadas a promover el desarrollo económico.

Y respecto a la BMV, para que esta se constituya en una verdadera opción de financiamiento, es necesario incorporar más emisoras, y para ello es importante la consolidación de pequeñas y medianas empresas, a las que se les deberá facilitar el acceso, por ejemplo, reduciendo el capital contable mínimo para participar.

Capítulo V. El efecto del proceso de financiarización económica sobre la inversión productiva. Un análisis econométrico.

5.1 Introducción.

La desregulación del sistema financiero mexicano, se llevó a cabo al amparo del paradigma McKinnon-Shaw (1973), que establece que un proceso de liberalización contribuye a la profundización financiera, ya que aumenta el volumen de ahorro, mejora la asignación de recursos y disminuye los costos de intermediación, sobre todo después de eliminar los topes a las tasas de interés activas y pasivas, lo que en su conjunto termina por beneficiar a la inversión productiva (Arestis, 2002). Sin embargo, para el caso de la economía mexicana, la evidencia no es concluyente sobre los verdaderos resultados del proceso; de hecho, autores como Sánchez (1997) y Machinea (2009), sugieren lo contrario, es decir, que se ha configurado un sector financiero disfuncional respecto a las necesidades del sector productivo del país; que restringe el financiamiento de largo plazo para la inversión; así como los créditos a la pequeña y mediana empresa; y que ofrece crecientes utilidades a los conglomerados financieros que lo componen, gracias a los altos costos de los servicios financieros.

Lo anterior, explica parcialmente, el notable desarrollo que ha experimentado el sector financiero mexicano durante las últimas décadas; como se evidenció en el tercer capítulo de la presente investigación. En este sentido, Epstein (2005) considera que la creciente participación de las empresas no financieras, en actividades de índole financiera, constituye un aspecto fundamental de dicho desarrollo; y es que, el proceso bajo análisis no solo ha modificado la lógica financiera, sino que también la de las empresas; al grado de que son diversos los autores que señalan la configuración de una nueva lógica empresarial, denominada, “corporate governance”; cuya principal característica es la creciente importancia que ha adquirido la esfera financiera en los intereses de las empresas; que paulatinamente han comenzado a reducir sus niveles de reinversión productiva, en aras de incrementar su participación en actividades relacionadas con el sector financiero (Aglietta, 2000).

Es decir, si bien es cierto, que la financiarización económica ha sido abordada principalmente como un proceso de índole macroeconómica; sus efectos también son perceptibles a nivel de empresa; y guardan estrecha relación con la serie de modificaciones que ha experimentado el sector financiero; por ejemplo, los cambios en la composición del crédito que muestra la encuesta coyuntural del mercado crediticio, por tipo y tamaño de empresa; o la creciente participación del sector empresarial en el mercado bursátil; ambos aspectos abordados en los dos capítulos previos. Por lo tanto, se consideró pertinente llevar a cabo un análisis que relacionara directamente dichos aspectos con el funcionamiento de las empresas mexicanas; y para ello, se estima un modelo econométrico para un grupo de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores; y que como variable a explicar tiene a la inversión productiva.

Así, por un lado, se busca evidenciar que los efectos macroeconómicos, derivados del proceso en cuestión, guardan estrecha relación con los de índole microeconómica; con lo que la presente investigación adquiere un sentido más global. Y por el otro, dicho ejercicio econométrico permitirá mostrar el efecto que tiene para las empresas que componen la muestra, el incremento de la profundidad financiera, derivada de las distintas reformas hechas al sistema financiero mexicano. Cabe señalar, que el modelo propuesto mantiene la lógica de la investigación en su conjunto, es decir, mostrar la naturaleza y el sentido de la relación entre el sector productivo y el financiero. Por lo tanto, dicho modelo contribuirá al fortalecimiento

del análisis estadístico llevado a cabo en los capítulos previos, sobre los alcances y efectos del proceso de financiarización, en el caso de la economía mexicana.

5.2 La econometría como herramienta de análisis del proceso de financiarización.

A lo largo de las últimas décadas, se han llevado a cabo diversos esfuerzos de comprobación sobre los verdaderos efectos que el desarrollo financiero ha tenido sobre el crecimiento económico; a diferencia de lo que sostiene el paradigma McKinnon-Shaw, hay casos en que no se observa una relación positiva entre los dos sectores involucrados; de hecho, en otros análisis, ni siquiera se detecta una relación significativa, como lo destaca Xu (2000). Es decir, no existe un acuerdo general sobre la dirección de la causalidad y el signo de ésta, entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Por ejemplo, para el caso de México, los escasos ejercicios econométricos que han sido elaborados en este sentido, arrojan resultados contrapuestos; por lo que la evidencia respecto a los efectos del abrupto desarrollo del sector financiero mexicano sobre el sector productivo nacional, tampoco son concluyentes. A continuación se revisan algunos de los esfuerzos empíricos más representativos de los distintos enfoques, desde los que se han abordado las cuestiones antes señaladas.

En este sentido, cabe recordar que de acuerdo con McKinnon y Shaw (1973), la desregulación de las operaciones financieras permite que los precios determinen libremente el ahorro y la inversión, lo que estimulará el crecimiento económico en el largo plazo; lo que Galindo, Schiantarelli y Weis (2007) respaldan a través de un modelo de datos de panel para empresas de doce países subdesarrollados y un índice de eficiencia que detecta si los fondos se canalizaron a las empresas que generaban las mayores tasas de rendimiento. El resultado al que llegan estos autores, es que en efecto, la liberalización financiera mejoró la asignación de los recursos.

De igual forma, en el trabajo de Goldsmith (1969) que es considerado el estudio seminal sobre el tema, se analiza la correlación entre el crecimiento económico y el desarrollo de la intermediación financiera en 35 países, basándose en datos de 1860 a 1963. Y los resultados obtenidos sugieren, en términos generales que el desempeño económico está asociado positivamente al desarrollo financiero; y que los periodos de mayor crecimiento económico, suelen estar acompañados de una tasa de desarrollo financiero superior a la media.

Por otro lado, Levine (1995) estudia la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico de 80 países, analizando diversos indicadores de desarrollo financiero con técnicas de regresión en sección cruzada; sus resultados muestran que los países con sistemas financieros más desarrollados en 1960, presentan un mayor crecimiento durante los siguientes 30 años; que aquellos países con sistemas financieros inicialmente pequeños. De esta manera, el autor determina la existencia de una relación positiva entre los sectores involucrados, es decir, considera que el crecimiento de la economía puede verse favorecido en la medida en que los sistemas financieros se desarrollen.

Bajo la misma lógica, Asteriou y Price (2000) examinan el vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento económico a través de la estimación de una función de producción agregada, en la que relacionan el PIB per cápita en términos reales; la razón M2/PIB a nivel agregado, como indicador del desempeño económico; y la razón capital-trabajo. A través de pruebas de cointegración y causalidad, encuentran evidencia que valida la hipótesis de que el desarrollo financiero auspicia el crecimiento económico, para el caso del Reino Unido. Cabe señalar que

en base a este trabajo, Rodríguez y López (2009), estiman un modelo para el caso mexicano, con resultados similares.

Por su parte, Dritsakís y Adamopoulos (2004) utilizan la metodología de vectores autorregresivos para analizar la relación entre el desarrollo financiero de Grecia y su crecimiento económico durante el periodo 1960-2000; para lo cual utilizan datos trimestrales para las tasas de crecimiento del PIB; las razones M2 a PIB, como *proxy* para el desarrollo financiero; y la apertura comercial a PIB. Finalmente, encuentran un vector de cointegración entre dichas variables y una causalidad bidireccional entre desarrollo financiero y crecimiento económico. Es decir, se establece una relación de largo plazo, estadísticamente significativa, entre el desarrollo del sector financiero y el crecimiento de la economía griega. Sin embargo, el costo en términos de estabilidad macroeconómica que tuvo el abrupto desarrollo financiero griego, y que quedó evidenciado con los descalabros financieros que aquejaron a dicha economía, durante la primera década del siglo XXI, genera una serie de suspicacias sobre la veracidad y robustez de dicha premisa.

En respuesta a los modelos hasta ahora descritos, autores como Caprio, Honohan y Stiglitz (2001) sugieren que en la práctica, los beneficios esperados de los procesos de liberalización financiera, no se cumplen; además de que terminan por aumentar la fragilidad de las instituciones financieras, la inestabilidad macroeconómica y la probabilidad de crisis financieras; por lo que de ninguna manera es posible afirmar que contribuya de manera automática al crecimiento económico de largo plazo. En este sentido, Williamson y Mahar (1998), realizan un estudio de 34 países que liberalizaron sus sistemas financieros entre 1973 y 1996; y no logran encontrar pruebas que indiquen que el proceso de liberalización financiera contribuyó a mejorar los niveles de ahorro e inversión de los países.

Por otro lado, Arestis (2005) señala que el proceso de desregulación ha desatado una serie de crisis financieras, y enfatiza el hecho de que a partir de la segunda mitad de la década de los ochenta, se han suscitado problemas bancarios importantes en más de 100 países, cuyos costos de rescate han sido mayúsculos. Y es que de acuerdo a Banerbeck y Tarp (2003), el fomento de la competencia tras un proceso de liberalización financiera, no es una garantía de que ésta eleve la eficiencia de las instituciones; es probable que la competencia despiadada de acuerdo a los autores, desgaste el valor de las franquicias bancarias y genere un ambiente bancario inestable. En otras palabras, los efectos positivos del desarrollo financiero sobre el crecimiento económico no se garantizan bajo un ambiente desregulado.

Lazonick y O'Sullivan (2000), través de un análisis histórico de inversión, para la economía estadounidense, demuestran que el abrupto desarrollo financiero suscitado a partir de 1980, es responsable del cambio en la lógica para la obtención de ganancias, en la mayor parte de las empresas no financieras de dicho país. Estableciendo, que hasta mediados de la década de los setenta, las ganancias se buscaban en la retención y reinversión de los recursos en el ámbito productivo, mientras que en los años posteriores se han privilegiado los canales financieros, restringiendo los niveles de producción. En la misma línea de ideas, Crotty (2005) plantea que las empresas, anteriormente sin relación alguna con el sector financiero, actualmente priorizan sus ganancias vía instrumentos financieros, por encima de una planeación de largo plazo; en lo que coinciden Duménil y Levy en su estudio del 2004. Mientras que Aglietta y Breton (2001), centran su atención en el origen de esta nueva lógica empresarial, destacando la presión que los mercados financieros ejercen sobre las empresas, para que éstas profundicen sus vínculos con la esfera financiera, por ejemplo, a través de una mayor

exigencia de dividendos por parte de sus accionistas, que observan como sus competidores logran mejores resultados.

Por su parte, Stockhammer (2000), estima un modelo de inversión para un grupo de países, con el objetivo de identificar el efecto que el proceso de financiarización ha tenido sobre el de acumulación; los resultados muestran que el signo de la relación es negativo, dado que ha implicado que los intereses de tipo financiero se prioricen sobre los de índole productiva. De manera similar Orhangazy (2008), presenta evidencia econométrica, con la que afirma que el incremento de las ganancias y de los pagos relacionados con el sector financiero de las empresas no financieras, ha tenido un efecto negativo sobre el nivel de inversión, y por ende, en el de acumulación. Lo anterior se sostiene a un nivel microeconómico, dado que el autor estima su modelo con información a nivel de empresas.

Tinoco, Torres y Venegas (2008) investigan si el desarrollo financiero de largo plazo en México ha incidido de manera positiva sobre la actividad productiva. Para ello, utilizan una función de producción dinámica agregada para examinar dos posibles efectos: 1) la regulación financiera puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento económico, y 2) la intermediación financiera tiene un impacto positivo sobre la actividad productiva. Además, recurren a dos especificaciones de la función de producción dinámica agregada, cuyas variables son el producto interno bruto y la formación de capital fijo; las cuales se combinan con un indicador de desarrollo financiero en la primera especificación, y con un índice de represión financiera, en la segunda. Cabe señalar que dichos indicadores se construyen a través de la técnica del análisis de componentes principales. Además, en el análisis se emplean pruebas de causalidad en un modelo de corrección de error; encontrando que ni el indicador de desarrollo financiero, ni la regulación financiera afectan la dinámica del PIB; no obstante, muestran evidencia de que la regulación tiene un efecto negativo sobre el desarrollo financiero.

En síntesis, el vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento económico se ha analizado desde diferentes perspectivas y a través de distintas técnicas econométricas, como análisis de regresión, series de tiempo y modelos de panel de datos. La elección de la técnica a emplear, por lo general ha estado sujeta al objetivo que se persigue y al alcance propuesto para el estudio, ya sea un país en particular o bien, para un conjunto de economías. Sin embargo, los resultados sobre la dirección y signo de la causalidad, no son concluyentes; y menos en el caso de economías subdesarrolladas como la mexicana; para las que el número de ejercicios empíricos hechos en este sentido, es reducido.

Finalmente, si bien la teoría señala que la intermediación financiera es un factor decisivo en el desempeño de la actividad productiva, y muchos trabajos dan sólidos ejemplos empíricos a favor de ello, también es basta la evidencia empírica que ha encontrado resultados que apoyan la hipótesis de bidireccionalidad y de causalidad inversa, lo que inevitablemente genera controversia, no sobre la existencia e importancia de la relación entre ambas variables, sino sobre la naturaleza de los vínculos, capaces de dar un sentido positivo o negativo a dicha relación, y es precisamente en esa lógica, en la que se ha encaminado la presente investigación, es decir, evaluar para el caso mexicano, si la relación que hasta ahora se ha establecido entre desarrollo financiero y crecimiento económico, ha sido benéfica para éste último.

5.3 Revisión de los modelos econométricos de referencia.

Para el diseño y construcción del modelo econométrico a estimar, se consideró necesaria la revisión detallada de algunos modelos en particular; estimados no solo para el caso de la economía mexicana, sino también para otras regiones. Esto con el objetivo de analizar el mayor número de enfoques y metodologías utilizadas para abordar el proceso de financiarización económica. A través de dicha revisión se logró identificar una serie de modelos que por diversos motivos (metodología, resultados obtenidos, periodo y región de análisis, entre otros), constituyen la base de referencia del modelo econométrico propio; y por ende, se considera pertinente su correcta exposición; misma que se presenta a continuación.

Cabe señalar que el proceso de selección de los modelos fue lo más objetivo posible, prueba de ello, es que no en todos los casos, los resultados obtenidos muestran una relación negativa entre el desarrollo de las actividades financieras y el sector productivo; por ejemplo, el modelo de Rodríguez-López (2009) sugiere que el desarrollo financiero representa una influencia positiva para el crecimiento económico. Mientras que en el de Tinoco, Torres y Venegas (2008), los resultados no son concluyentes, al no encontrar efectos de corto plazo entre el desarrollo del sector financiero, la represión financiera y el PIB.

Por el contrario, los modelos de Orhangazy (2008) y Stockhammer (2000) corroboran la existencia de una relación con signo negativo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico; el primero señala los cambios que el proceso de financiarización ha generado sobre la inversión real; mientras que el segundo, enfatiza el costo que dicho proceso le ha significado al de acumulación. Estos últimos dos modelos, arrojan resultados acordes con la hipótesis de la presente investigación; es decir, que en el caso de la economía mexicana, el desarrollo del sector financiero no ha implicado uno de igual magnitud para el sector productivo, por lo tanto, no ha generado los resultados esperados en términos de crecimiento y desarrollo económico.

5.3.1 Desarrollo financiero y crecimiento económico.

En este trabajo, Rodríguez y López (2009) abordan la causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, usando datos de series de tiempo para México. El objetivo de los autores es determinar en primera instancia si en México existe una relación de largo plazo entre el crecimiento económico y el desarrollo financiero; asimismo, buscar evidencia econométrica sobre el posible sentido de la causalidad. Para ello, mediante el análisis de cointegración y de causalidad en el sentido de Granger se estudian las relaciones entre el PIB per cápita real, un indicador de desarrollo financiero, y la relación capital-trabajo. Es decir, el diseño del modelo se aproxima a una función de producción agregada con la cual intentan incorporar la dinámica del sector real de la economía, para explicar, junto con el desarrollo financiero, el crecimiento de la economía mexicana. La función de producción especificada es la siguiente:

$$\frac{pibr}{pob} = f \left(\frac{m4}{pibn}, \frac{k}{l} \right)$$

Donde $pibr/pob$ es el PIB per cápita en términos reales; $m4/pibn$ es la razón M4 a PIB nominal, ambas variables en términos nominales, lo que en diversos trabajos revisados es empleado para medir el grado de desarrollo financiero a nivel agregado, y k/l es la razón capital-trabajo.

La conclusión general a la que llegan los autores, sugiere que el desarrollo financiero incide de manera positiva sobre el crecimiento económico, mientras que el análisis de causalidad establece una relación bidireccional entre ambas variables, lo que se interpreta como un círculo virtuoso entre ellas, por lo que se recomienda que las autoridades monetarias y financieras fomenten y auspicien políticas que tiendan a desarrollar al sector financiero, para que, a su vez, éste impulse el crecimiento económico del país.

Sin embargo, el modelo presenta algunos inconvenientes, por ejemplo, la carencia de información completa para el caso de la población, así como de estadísticas oficiales respecto a los acervos de capital agregados en México. Aun así, goza de gran aceptación entre la comunidad interesada en el tema, por ser uno de los escasos esfuerzos econométricos para el caso de la economía mexicana.

5.3.2 Desregulación, desarrollo financiero y crecimiento económico en México.

Tinoco, Torres y Venegas (2008), examinan los efectos de la represión e intermediación financiera sobre el crecimiento económico, mediante pruebas de cointegración y causalidad, para el caso de México, durante el periodo 1961-2007. Se busca determinar si la regulación financiera inhibe el desempeño de la intermediación, así como el crecimiento de la actividad productiva en el corto y largo plazo; es decir, se pretende vincular el notable desarrollo financiero, y el escaso crecimiento que ha reportado la economía mexicana, en los últimos años.

Se estima un modelo de series de tiempo, mientras que para identificar la relación de largo plazo, se emplea el método propuesto por Johansen (1988). La relación de causalidad se estima a partir de un modelo de corrección de errores (MCE), y para contar con series que capturen de manera eficiente el desarrollo financiero y la represión financiera, se construye un índice para cada serie con la técnica de componentes principales. Inicialmente se propone la siguiente función de producción Cobb-Duglas sencilla:

$$Y_t = GAP_t^\alpha INV_t^\sigma DF_t^{1-\alpha-\sigma} \quad (1)$$

Donde Y_t es la producción total, GAP_t es el gasto público, INV_t es la inversión total en capital físico y DF_t es el desarrollo financiero. De igual forma, se especifica el efecto de la represión financiera en el crecimiento económico con la siguiente ecuación:

$$Y_t = GAP_t^\alpha INV_t^\sigma RF_t^{1-\alpha-\sigma} \quad (2)$$

Los efectos esperados del modelo son: el gasto público tendrá un efecto multiplicador favorable en el crecimiento económico de México, al igual que la inversión en capital físico, en concordancia con los objetivos de política económica, como el estímulo a la producción interna; en la primera ecuación se espera que el desarrollo financiero presente una relación positiva (de acuerdo a la teoría); mientras que en la segunda de las ecuaciones, la represión financiera debe presentar una relación negativa, que reflejaría el efecto adverso de las distorsiones financieras en el desempeño económico del país, principalmente, a través de la intermediación financiera.

Por otro lado, el primero de los índices construidos, está compuesto por tres variables: el crédito bancario al sector privado en proporción del PIB, M2 en proporción del PIB y los

activos de la banca comercial en proporción de los activos totales del sector bancario. Mientras que el segundo, se compone de siete variables: la liberalización de la tasa de interés, las medidas en pro de la competencia bancaria, el coeficiente de reserva bancaria, los cajones de crédito selectivo, el coeficiente de liquidez, la tenencia bancaria de bonos de gobierno y el tipo de propiedad bancaria.

Finalmente, los resultados que arroja el modelo son: *a)* el desarrollo financiero ejerce una influencia positiva en el crecimiento económico, aunque el indicador resulta ser tan bajo, que genera dudas sobre su veracidad; *b)* la represión financiera, tiende a disminuir el crecimiento económico; y *c)* la represión financiera es inversamente proporcional al desarrollo financiero. Sin embargo, no se detecta un efecto de corto plazo entre el desarrollo financiero, la represión y el PIB. Por lo que se concluye que los resultados no son lo suficientemente claros para poder validar el planteamiento inicial, es decir, la existencia de una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

5.3.3 El proceso de financiarización de la economía estadounidense.

Orhangazy (2008), busca demostrar a través del modelo propuesto, la existencia de una relación inversa entre el proceso de financiarización y el de acumulación de capital; lo que de acuerdo al autor, obedecería principalmente a dos razones: al incremento de la participación de las empresas no financieras, en actividades financieras, dado el margen de ganancias que estas ofrecen; y a la creciente presión que ejercen los mercados financieros sobre dichas empresas para que incrementen sus operaciones financieras de corto plazo. De esta manera, el autor considera que un incremento en la inversión que se destina hacia actividades de índole financiera, termina por generar un efecto *crowding-out* sobre la inversión real.

El modelo propuesto incluye variables financieras y otras, relacionadas con la actividad real; esto con el objetivo de captar los efectos del proceso de financiarización sobre el de acumulación. El modelo se estima en primera instancia, utilizando datos agregados, pero posteriormente, se estima con información a nivel de empresas; aspecto que resultó de gran interés para la presente investigación; dado que resuelve una de las principales críticas al modelo de Tinoco, Torres y Venegas (2009), en el sentido de que al realizar un modelo macroeconómico, se omiten las características particulares del país en cuestión. La función de inversión que se utiliza es la siguiente:

$$I = \alpha_0 + \alpha_1\pi + \alpha_2VAB + \alpha_3D + \alpha_4\pi^F + \alpha_5P + y$$

(>0)
(>0)
(<>0)
(<0)
(<0)

Variables Reales Variables Financieras

Donde *I* es la inversión en activos fijos (*I/K*); π los beneficios de la actividad productiva; *VAB* el valor agregado bruto; *D* la deuda total; π^F el ingreso por concepto de intereses y dividendos (relacionados con el sector financiero); y *P*, el gasto por concepto de intereses, dividendos y recompras (relacionados con el sector financiero). Los signos debajo de cada variable hacen alusión a los resultados esperados del modelo. En el caso de la deuda total, el signo es indefinido, debido a que dependerá del nivel que presente ésta respecto a los activos, es decir, si es elevada, el efecto sobre el nivel de inversión será negativo, caso contrario, si el nivel de deuda es bajo.

Los resultados que obtiene el autor en la primera estimación, utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios son: a) las variables reales presentan un coeficiente positivo con un nivel de significancia al 1%; b) el signo del nivel de deuda total es positivo, con significancia a los niveles tradicionales y; c) las dos variables de tipo financiero presentan los signos esperados, mientras que su nivel de significancia es la indicada. Por otro lado, el modelo no presenta problemas de heterocedasticidad o autocorrelación; y su coeficiente de determinación es aceptable. Además, se realizan tres variantes del modelo, con el objetivo de mostrar categóricamente la robustez del mismo.

De esta manera, el autor sostiene que el proceso de financiarización restringe el de acumulación de capital, por lo que si el desarrollo financiero representa ciertos beneficios a la inversión real; el modelo sugiere que estos son menores frente a los efectos negativos que dicho desarrollo implica en el largo plazo.

5.3.4 Los efectos del proceso de financiarización, sobre el de acumulación.

Stockhammer (2000) busca identificar el grado de responsabilidad que ha tenido el proceso de financiarización económica, en el decremento que ha experimentado el de acumulación, en años recientes. Para ello, se propone un modelo de series de tiempo que permite por un lado, mostrar la existencia de la relación entre los dos procesos antes descritos, y por el otro, establecer que la relación entre el sector financiero y el nivel de inversión real, es de carácter negativo, y que además, constituye un rasgo de la economía internacional. Para dicho modelo se utiliza una muestra de cuatro países (Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Alemania).

El autor considera que a partir de la década de los setenta, el proceso de financiarización ha mermado el ritmo de acumulación de las principales economías. Principalmente, debido a la reducción de la inversión real, respecto a la que se destina a actividades de índole financiera. De esta manera, de acuerdo con el autor se ha gestado un ambiente en el que se priorizan los intereses de carácter financiero y no, los relacionados con el proceso de acumulación, responsable del crecimiento del sector productivo. Respecto al modelo, la función de inversión a estimar es la siguiente:

$$ACCU = f (CAPUT, PS, CC, RSNF)$$

Donde ACCU es el nivel de acumulación, CAPUT es la capacidad utilizada, PS es el nivel de rendimiento del sector real, CC es el costo relativo del capital, y RSNF es un indicador de financiarización, construido a partir de dividir los intereses y dividendos relacionados con actividades financieras que obtienen las empresas no financieras, entre el valor agregado bruto de estas. Es decir, el autor mide la profundidad financiera, a partir de identificar el incremento de las actividades financieras de dichas empresas. Por lo tanto, se espera que la relación entre este indicador y el grado de acumulación sea negativa.

Los resultados que se obtienen son los siguientes: a) En el caso de Alemania, todas las variables resultan ser estadísticamente significativas, excepto RSNF, aunque el signo del indicador es negativo, sin embargo, Stockhammer considera que dicho resultado obedece a la falta de información estadística para este país, que dificultó la construcción de la serie de datos utilizada en el modelo; b) en los países restantes, todas las variables son estadísticamente significativas, y RSNF, mantiene signo negativo, tal y como se esperaba. Así, a pesar de no obtener resultados homogéneos entre los países seleccionados, el modelo ofrece una sólida evidencia para sostener la hipótesis inicial, es decir, el proceso de financiarización ha

contribuido a la reducción del nivel de inversión en los países que conforman la muestra. De esta manera, el autor sostiene que el desarrollo financiero y la evolución de la inversión real, son temas que deben discutirse de manera simultánea, para el correcto diseño de medidas de política económica.

Cabe señalar que cada uno de los cuatro modelos descritos, fueron estimados con datos propios, para el caso de la economía mexicana; con el único propósito de comprender de mejor manera la metodología utilizada en cada caso; y por lo tanto, los resultados obtenidos, no son expuestos en el presente trabajo. Sin embargo, a lo largo de la descripción que se hará a continuación del modelo propio, resultará evidente la influencia de los modelos descritos en este apartado, y justamente por ello, se consideró pertinente su descripción.

5.4 Modelo econométrico.

A lo largo de la presente investigación, se han enfatizado algunos aspectos del proceso de financiarización económica, por ejemplo, los efectos que la nueva lógica financiera ha tenido sobre los niveles de reinversión productiva; los cambios en el origen y destino de las ganancias; los determinantes del valor de la empresa; la composición de las distintas fuentes de financiamiento a las que tiene acceso el sector privado mexicano; y los costos sociales que representa el proceso bajo análisis, sólo por mencionar algunos. Tomando como base los tres primeros aspectos mencionados; se comenzó a delinear una serie de modelos con el objetivo común de mostrar el efecto potencialmente negativo del proceso de financiarización.

De esta manera, se llevó a cabo el proceso de construcción del modelo a estimar; inicialmente se pensó en uno que abordara los efectos de algunas variables sobre el valor de las acciones de una empresa, por ejemplo, su nivel de ganancias, de inversión y su rentabilidad financiera, ésta última entendida como el conjunto de beneficios obtenidos a través de actividades de índole financiera. Esto con el objetivo de mostrar la paulatina desvinculación entre el valor de las empresas, en el mercado bursátil y su actividad real. Sin embargo, se tuvieron algunas dificultades para conformar la base de datos necesaria para la estimación de dicho modelo.

Otro de los posibles modelos a estimar, fue el relacionado con la composición de las ganancias de un grupo de empresas. En el que se buscaba identificar el grado de injerencia de la rentabilidad financiera en el total de ganancias generadas; bajo la hipótesis de que a lo largo de los últimos años, dicha rentabilidad ha adquirido mayor importancia, respecto a la relacionada con la actividad productiva de las empresas. Sin embargo, finalmente se optó por el modelo de inversión, dado que se consideró que la relación que presenta entre sus variables, muestra de manera más clara y directa el vínculo entre el sector financiero y el productivo; mismo que se pretende evaluar. Cabe señalar la importancia de la inversión productiva privada; cuyo aumento, constituye de acuerdo con Kregel (2009), un requisito indispensable para que los países subdesarrollados a través del fortalecimiento de su estructura industrial; logren su pleno desarrollo, permitiéndoles elevar los salarios reales y edificar un sólido mercado interno. Por otra parte, Keynes (1936) considera que el nivel de producción y ocupación, depende directamente de la magnitud de la inversión.

Así, el modelo finalmente propuesto, considera que la inversión depende de la disponibilidad de fondos internos, del comportamiento de las ventas, del nivel de endeudamiento que mantenga la empresa y de los ingresos financieros que esta obtenga. Esto último, representa el factor de mayor interés para la investigación, dado que constituye un indicador del sentido

de la relación entre las actividades productivas y financieras de la empresa. El modelo en cuestión es el siguiente:

$$Inv = f (FInt, Dem, Ende, YFin)$$

Donde:

Inv = Inversión productiva

FInt = Fondos internos disponibles

Dem = Nivel de Demanda (ventas)

Ende = Endeudamiento

YFin = Ingresos financieros

Resulta importante considerar que el modelo econométrico propuesto tiene una lógica microeconómica, es decir, a nivel de empresa; por lo que algunas variables, como el tipo de cambio o la tasa de interés (como incentivo de la inversión), no fueron consideradas; con el objetivo de no alterar dicha lógica. Es decir, cada una de las variables que conforman el modelo, presentan una relación directa con las empresas que conforman la muestra. Además, cabe señalar que los distintos modelos que sirvieron de base para la construcción del modelo propuesto, no consideran variables como las mencionadas, por ejemplo, para Stockhammer (2000), las variables en las que la empresa no tiene incidencia alguna, resultan poco relevantes para mostrar el cambio en su lógica de operación; que se considera como uno de los efectos del proceso de financiarización.

A través de este ejercicio econométrico se busca contribuir a la comprobación de la hipótesis general de investigación, es decir, que el desarrollo del sector financiero, no forzosamente implica uno de igual magnitud para el sector productivo, y por lo tanto, representa una serie de riesgos para este último; en este caso a nivel de empresas. Es decir, el teorema Mckinnon-Shaw (1973), no debería ser considerado como la norma general, sino como un caso especial.

5.4.1 Metodología econométrica

Una vez definido el modelo a estimar, el siguiente paso fue la construcción de la base de datos; lo que representó uno de los mayores obstáculos a sortear, dada la escasez de información estadística relacionada con el tema. De hecho, no existe un seguimiento formal sobre la contabilidad de las pequeñas y medianas empresas (PyMES); la información disponible se limita a las grandes empresas con actividad bursátil; por lo que resultó imposible conformar una muestra estadística que fuera representativa de todo el sector empresarial mexicano. Lo que si bien es cierto, representa una limitante para el modelo propuesto, de ninguna manera invalida los resultados obtenidos; porque en realidad, son las grandes empresas, las únicas con acceso al sector bursátil; y si se consideran los objetivos que persigue la presente investigación, la muestra es lo suficientemente representativa para evidenciar la naturaleza de la relación entre el sector financiero y la inversión productiva, a nivel de empresas. Además, resultaba necesario que las empresas cotizaran en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), para poder cuantificar de alguna manera sus ganancias provenientes del sector financiero.

Cabe señalar, que la falta de información estadística, obedece en cierta medida a que la economía mexicana, presenta un bajo nivel de bursatilización; característico de los países subdesarrollados; aunque como se mostró en el tercer capítulo, dicho nivel ha sido creciente

durante las últimas tres décadas; lo que permite inferir que el sector bursátil continuará desarrollándose y por lo tanto, se torna relevante el análisis de su interacción con el sector productivo; con el objetivo de identificar los mecanismos que permitan el óptimo desarrollo de ambos sectores; y así, evitar los riesgos potenciales del proceso de financiarización económica. En este sentido, el diagnóstico de la situación actual es imperativo; y justamente es esa la función del modelo propuesto; aún así, es importante tener en cuenta sus limitantes y alcances.

La fuente de información estadística a la que se acudió para la obtención de los datos, fue la base de Economatica. Inicialmente se buscó incluir a todas las empresas listadas, sin embargo, algunas no presentaban el total de sus rubros contables. Por lo que fue necesario identificar a aquellas, que contaban con la información necesaria para la estimación del modelo. En primera instancia, se propuso que el periodo de análisis fuera de 1990 a 2015; sin embargo, nuevamente se presentó el problema de información incompleta, en esta ocasión, en un sentido temporal; es decir, no todas las empresas presentaban sus rubros contables para el total de trimestres considerados en dicho periodo.

Además, se optó por incluir únicamente a empresas cuya principal actividad fuera de carácter productivo, es decir, se descartaron las dedicadas a servicios financieros, debido a que el principal objetivo del modelo, es conocer el riesgo potencial que el desarrollo de las actividades financieras, puede representar para el sector productivo. De esta manera se concretó una muestra de veinte empresas; con datos para el periodo 1996-2015, en términos trimestrales y ordenadas de acuerdo a su nivel de importancia en el índice de precios y cotizaciones (IPC). A continuación se enlistan las variables y las empresas que conforman la base de datos.

Variables consideradas:

- Activo total
- Pasivo total
- Inversión a corto plazo
- Instrumentos financieros derivados de corto plazo
- Instrumentos financieros derivados de largo plazo
- Crédito de proveedores
- Propiedad, planta y equipo neto
- Amortización y depreciación acumulada
- Inventario
- Deudas financieras de corto plazo
- Deudas financieras de largo plazo
- Capital social
- Utilidades retenidas y reservas de capital
- Utilidad del ejercicio
- Pasivos en moneda extranjera de corto plazo
- Pasivos en moneda nacional de corto plazo
- Pasivos en moneda extranjera de largo plazo
- Pasivos en moneda nacional de largo plazo
- Ingresos netos
- Ingresos financieros
- Utilidad por derivados

- Costo de ventas
- Gastos operativos
- Gastos financieros
- Ganancia / pérdida neta
- Resultado antes de impuestos
- Ventas nacionales
- Ventas al extranjero
- Utilidad consolidada
- Financiamiento bancario
- Financiamiento bursátil

Empresas consideradas:

- Fomento Económico de México UBD (FEMSAUBD)
- Cemex CPO (CEMEXCPO)
- Grupo México B (GMEXICOB)
- Alfa A (ALFAA)
- Coca Cola Femsa L (KOFL)
- Mexichem (MEXCHEM)
- Bimbo A (BIMBOA)
- Infra (PINFRA)
- Gruma B (GRUMAB)
- Peñoles Industrias (PE&OLES)
- Alsea (ALSEA)
- ICA (ICA)
- Industrias Ch B (ICHB)
- Altos Hornos de México (AHMSA)
- Ara Consorcio (ARA)
- Autlan Compañía Minera B (AUTLANB)
- Bio Pappel (PAPPEL)
- Cementos Chihuahua (GCC)
- Cmr B (CMRB)
- Collado (COLLADO)

Una vez elaborada la base de datos descrita, se llevó a cabo la construcción de una serie de variables analíticas que se consideraron pertinentes para el modelo propuesto; esto como mecanismo de prevención ante el hecho de que algunas variables resultaran no significativas al momento de estimar el modelo; es decir, se optó por considerar más de una opción analítica para cada uno de los elementos propuestos en el modelo. A continuación, se presentan las distintas opciones de aproximación, elaboradas para la variable de inversión productiva, que constituye la variable endógena del modelo.

| Inversión productiva | |
|-----------------------------|--|
| <i>Denominativo</i> | <i>Propuesta analítica</i> |
| CinvP | Crecimiento de la Inversión neta en planta |
| Invact | Inversión neta / Activos |
| Ingan | Inversión neta / Ganancias |

La siguiente variable refleja la disponibilidad de fondos internos, bajo la idea de que una empresa llevará a cabo proyectos de inversión, siempre y cuando, cuente con los recursos suficientes para ello. En este sentido, se consideró que las utilidades retenidas en relación a la planta, activos y capital social, resultaban ser un buen indicador de lo anterior.

| Fondos internos disponibles | |
|------------------------------------|---------------------------------|
| <i>Denominativo</i> | <i>Propuesta analítica</i> |
| Utiplan | Utilidades retenidas / Planta |
| Utiact | Utilidades retenidas / Activos |
| UtiK | Utilidades retenidas / K social |

El siguiente elemento, se basa en la premisa de que la conducta de toda empresa, al decidir su producción diaria, será determinada por las expectativas de venta en el corto plazo. Y en este sentido, de acuerdo con Keynes (1936), el nivel de producción depende en todo tiempo y en cierto sentido, no solo del estado actual de las expectativas, sino también, de las que existieron durante un determinado periodo anterior. En este caso, se eligió al crecimiento real de las ventas con diversos rezagos; sin embargo, atendiendo a la lógica anteriormente descrita; que considera que en el corto plazo, el periodo de mayor influencia es el inmediato anterior; y aunado al hecho de que el rezago que resultó ser más significativo para el modelo, fue el primero, se optó por dicha opción. También se consideró el crecimiento real de las ventas anualizado, con el objetivo de restar el efecto estacional característico de esta variable.

| Demanda | |
|---------------------|--|
| <i>Denominativo</i> | <i>Propuesta analítica</i> |
| Cvtas | Crecimiento real de ventas con un rezago |
| Cvtasan | Crecimiento real de ventas anualizado |

La tercera de las variables que se decidió incluir en el modelo, es el grado de endeudamiento, según su fuente. Para ello se consideró el financiamiento bancario, bursátil y de proveedores. En donde se espera una gran participación del crédito proveniente de la última de las fuentes señaladas, en concordancia con lo expuesto en el cuarto capítulo de la presente investigación, respecto a la paulatina pero ya evidente reducción de la participación de las fuentes de crédito tradicionales en el financiamiento total de las empresas.

Sin embargo, cabe señalar que una de las conclusiones a las que se llegó a través del análisis de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, fue que la participación del crédito de proveedores era menor en aquellas empresas de mayor tamaño, dado que a estas, la banca comercial les ofrece mejores condiciones de financiamiento que a las pequeñas y medianas empresas; y por otra parte, solo las grandes empresas cuentan con la opción real de acudir a fuentes de financiamiento externas. Además, las veinte empresas consideradas en la muestra tienen acceso al mercado bursátil, aspecto del que no gozan las empresas de menor tamaño. Por lo tanto, resultaría comprensible si el crédito de proveedores no representa un papel tan importante, como el que se espera.

| Endeudamiento | |
|----------------------|----------------------------|
| <i>Denominativo</i> | <i>Propuesta analítica</i> |
| Provpas | Proveedores / Pasivos |
| Provetos | Proveedores / Costos |
| Deupas | Deuda financiera / Pasivos |

La última de las variables a ser incluida, permitirá relacionar las ganancias obtenidas por el grupo de empresas a través de sus actividades financieras y el grado de inversión productiva que realizan. A reserva de que posteriormente sea posible diseñar un indicador a partir de distintos elementos que permitan una mejor aproximación a dichas ganancias financieras; en esta ocasión, para tal efecto, se consideran los ingresos financieros con un rezago y de manera anualizada. Cabe señalar que al igual que en el caso del crecimiento real de las ventas, se consideraron diversos rezagos, pero el que resultó ser más conveniente para los objetivos del modelo fue el primero; además, se consideró pertinente mantener el mismo número de rezagos en las dos variables.

Para la presente investigación, el comportamiento de esta variable analítica es de particular interés; dado que de cumplirse el teorema Mckinnon-Shaw (1973), su relación respecto a la inversión productiva, debería ser positiva; ya que de lo contrario, significaría un argumento en el sentido opuesto; es decir, que las actividades de índole financiera, representan cierto riesgo para el desarrollo productivo de las empresas.

| Ingresos financieros | |
|-----------------------------|---|
| <i>Denominativo</i> | <i>Propuesta analítica</i> |
| Cyfin | Crecimiento de los ingresos financieros con un rezago |
| Cyfinan | Crecimiento de los ingresos financieros anualizados |

Así, a partir de la información estadística obtenida de Economatica, se construyó la serie de variables analíticas ya descritas, conformando una base de datos trimestrales para veinte empresas, con las características antes expuestas. En algunos casos, en los que las series de datos no contaban con la información para uno o dos trimestres, se debió recurrir a instrumentos estadísticos para completar dichas series, con el objetivo de poder estimar el modelo; pero sin poner en riesgo la estructura y continuidad de la información.⁶⁶ Dadas las características de los datos y los objetivos que se persiguen, se optó por utilizar la metodología de datos de panel para la construcción y estimación del modelo en cuestión. A continuación se exponen algunas razones específicas de dicha elección:

- Se dispone de un mayor número de observaciones, incrementando los grados de libertad y reduciendo la colinealidad entre las variables explicativas y, en última instancia, mejorando la eficiencia de las estimaciones econométricas.
- Permite capturar la heterogeneidad no observable, ya sea entre unidades individuales de estudio, como en el tiempo. Por lo tanto, es posible aplicar una serie de pruebas de hipótesis para confirmar o rechazar dicha heterogeneidad y cómo capturarla.

⁶⁶ Los datos faltantes fueron los siguientes: crédito de proveedores en el caso de Gruma B, para los trimestres 1998-2 y 1998-3; capital social en el caso de Infra, para el trimestre 2002-2; gastos financieros en el caso de Infra, para los trimestres 2002-2 y 2002-3; y costo de ventas en el caso de Cementos Chihuahua, para el trimestre 2010-4. Se consideró, por un lado, que el número de faltantes no era excesivo; y por el otro, la posible correlación entre los datos de dicha serie; por lo que se optó por un método univariado para completar las series antes mencionadas. Se substituyó el dato faltante por el anterior, añadiendo el valor medio de las diferencias entre los tres trimestres previos al periodo en cuestión; con lo que se respetó el comportamiento propio de la serie. Además, cabe señalar que de las cuatro variables que presentaron ausencia de datos, únicamente el crédito de proveedores y el costo de ventas fueron finalmente considerados para la construcción de las variables analíticas, incluidas en el modelo econométrico; por lo que el número de datos calculados a través del método descrito, se reduce a tres.

- Los datos en panel suponen, e incorporan en el análisis, el hecho de que los individuos, firmas, bancos o países son heterogéneos. Mientras que los análisis de series de tiempo y de corte transversal no tratan de controlar dicha heterogeneidad, por lo que se corre el riesgo de obtener resultados sesgados.
- Permite estudiar de mejor manera la dinámica de los procesos de ajuste.
- Permite elaborar y probar modelos relativamente complejos de comportamiento, en comparación con los análisis de series de tiempo y de corte transversal.

5.4.2 Análisis estadístico de las series

Previo a la estimación del modelo se realizaron pruebas de raíz unitaria y de causalidad en el sentido de Granger, a las distintas variables analíticas propuestas. La primera de las pruebas mencionadas, se lleva a cabo para determinar si una variable es estacionaria o no; lo que resulta de suma importancia, ya que todos los procedimientos carecen de validez en caso de no estacionariedad. Sin embargo, en este ejercicio, todas las variables analíticas resultaron ser estacionarias, bajo las pruebas de raíz unitaria que ofrece el paquete econométrico utilizado (véase anexo 17).

Respecto a la prueba de causalidad de Granger, esta consiste en una prueba de hipótesis estadística para determinar si una serie de tiempo es útil para pronosticar otra, de ser así, es posible afirmar que una variable es causa de otra en el sentido de Granger (Fabris, 2009). En este sentido, los resultados más importantes que se obtuvieron son los siguientes (véase anexo 18):

- La utilidad respecto a la planta causa el crecimiento de la inversión en planta.
- El crecimiento de la inversión en planta tiene injerencia en las utilidades respecto a capital.
- El crecimiento de las ventas afecta el de la inversión en planta.
- El crecimiento de la inversión en planta presenta una relación unidireccional con el crédito otorgado por proveedores, así como con las deudas respecto a los pasivos. Lo que resulta lógico en ambos casos.
- La utilidad en planta determina el crecimiento de las ventas con un rezago y también con las anualizadas.
- El financiamiento de proveedores respecto a pasivos determinan el comportamiento de la utilidad respecto a la planta.
- El crecimiento de las ventas determina el crecimiento de las utilidades en proporción a los activos, así como de las utilidades en proporción al capital social.
- La utilidad respecto al capital social causa el crecimiento de la deuda respecto al pasivo total.

- Las utilidades respecto a capital social causan el crecimiento de los ingresos financieros. Lo que permitiría suponer cierto desvío de dichas utilidades hacia actividades de índole financiera. Este razonamiento, también es válido si se considera que las ventas con un rezago causan el crecimiento de los ingresos financieros.
- Existe una relación bidireccional entre la deuda respecto al pasivo total y el crecimiento de las ventas. Al igual que entre el financiamiento de proveedores respecto al pasivo total y el crecimiento de las ventas de manera anualizada.
- La relación entre el crecimiento de los ingresos financieros y la deuda respecto a pasivos es de tipo bidireccional.

5.4.3 Estimación y resultados del modelo.

Los resultados del análisis estadístico de las series, son congruentes con el comportamiento esperado de las variables, por lo tanto, el siguiente paso, fue identificar las variables a ser incluidas en el modelo final; para lo cual fue necesario llevar a cabo un proceso sistemático de combinación de variables. Es decir, se estimaron distintos modelos, construidos a partir de las variables analíticas antes expuestas; con el objetivo, no solo de identificar las variables más representativas y significativas, sino también, de evitar cualquier error de especificación en el modelo. De esta manera, fue posible definir el modelo que a continuación se describe.

$$Inv = \beta_1 FInt + \beta_2 Dem + \beta_3 Ende u + \beta_4 YFin$$

La metodología utilizada para la estimación del modelo, es la de datos de panel con mínimos cuadrados generalizados factibles y se introdujo el ponderador cross-section SUR, que hace posible la incorporación de las características específicas de cada empresa, así como la corrección de heterocedasticidad de corte transversal y la correlación contemporánea. Esto tras estimar el modelo bajo las distintas opciones que ofrece el software utilizado, por ejemplo, cross-section weights y period SUR. Las variables que finalmente fueron incluidas en el modelo, se describen a continuación:

- CINVP es la variable dependiente que funciona como indicador de la inversión productiva, o dicho de otro modo, aquella que se destina a planta.
- UTIPLAN, se trata de una variable explicativa que considera las utilidades respecto a la planta.
- CVTAS(-1) es una variable explicativa que representa el crecimiento de las ventas con un rezago, bajo la idea de que las ventas en el pasado, determinan las expectativas que la empresa genere sobre la demanda futura.
- PROVCTOS, que es una de las variables analíticas propuestas para representar el financiamiento de la empresa. En este caso se trata del proveniente de los proveedores en proporción a los costos totales.
- CYFIN(-1), se trata de la última de las variables explicativas; incluida para considerar el crecimiento de los ingresos financieros, en este caso con un rezago.

El modelo finalmente estimado constituye un esfuerzo de aproximación desde una perspectiva econométrica, al eje central de la investigación, el proceso de financiarización de la economía mexicana. Y es a partir de dicho modelo, que se obtienen algunas conclusiones al respecto. Sin embargo, debe considerarse que como todo esfuerzo de esta índole, es susceptible de mejoras, y que además, sería pertinente contrastarlo con los demás modelos diseñados, ya que sin duda, esto contribuiría a la robustez de los resultados del modelo planteado.

Cabe señalar que se le realizaron las distintas pruebas correspondientes al modelo; y éste, no presentó problema alguno, que ponga en riesgo la validez de sus resultados; por ejemplo, en el caso de colinealidad, se llevó a cabo el análisis gráfico de las variables y se calculó la matriz de correlaciones, en la cual es posible observar, no solo que todas las correlaciones a pares son bajas, sino que distan mucho de los valores que podrían indicar la existencia de un problema de colinealidad (véase anexo 19). Además, el valor de R^2 que presenta el modelo estimado, no es muy alto, y todas las variables consideradas resultaron ser significativas; lo que de ninguna manera corresponde al cuadro sintomático característico de multicolinealidad. Y finalmente, es importante considerar que cada una de las variables no solo se comporta según lo esperado, sino que también, acorde con el marco teórico de la investigación; que de acuerdo con Klein es un aspecto elemental, que permite inferir, que no existe un problema de multicolinealidad grave (Citado en Gujarati, 2009). Por lo tanto, no se encontró indicio alguno para llevar a cabo pruebas más exhaustivas al respecto, como puede ser la obtención del factor de inflación de la varianza (VIF) o del índice de condición. Una vez expuesto lo anterior, a continuación se describen los resultados más relevantes del modelo estimado.

Cuadro 5.1 Modelo de Inversión (Resultados)

Dependent Variable: CINVP
 Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
 Sample (adjusted): 1996Q2 2015Q3
 Periods included: 78
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 1541
 Linear estimation after one-step weighting matrix

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------------------|-------------|--------------------|-------------|----------|
| UTIPLAN | 0.134510 | 0.014781 | 9.100355 | 0.0000 |
| CVTAS(-1) | 0.247336 | 0.008513 | 5.548001 | 0.0000 |
| PROVCTOS | 0.009217 | 0.001573 | 5.860830 | 0.0000 |
| CYFIN(-1) | -0.191085 | 0.360087 | -1.193788 | 0.0327 |
| Weighted Statistics | | | | |
| R-squared | 0.788532 | Mean dependent var | | 0.030318 |
| Adjusted R-squared | 0.770561 | S.D. dependent var | | 1.039792 |
| S.E. of regression | 0.997748 | Sum squared resid | | 1530.085 |
| Durbin-Watson stat | 1.934371 | | | |
| Unweighted Statistics | | | | |
| R-squared | 0.034838 | Mean dependent var | | 0.003953 |
| Sum squared resid | 2.987067 | Durbin-Watson stat | | 1.995537 |

Fuente: Elaboración propia con el software Econometric Views 6.0

La primera de las variables explicativas, presenta un comportamiento acorde con la teoría convencional, es decir, resulta sumamente lógico el hecho de que las utilidades guarden una relación positiva con el grado de inversión productiva, dado que toda empresa que no genere utilidades, no sólo verá comprometida su reinversión productiva, sino también su permanencia en el mercado, nadie con intereses económicos participaría en el mercado si ello no le significa una entrada de ganancias. Por lo que el análisis que se puede realizar de este punto resultaría redundante, por lo tanto, el interés debe centrarse en el comportamiento de las tres variables explicativas restantes. Sin embargo, cabe señalar que la relación antes descrita, no carece de valor para el modelo, dado que representa un indicador de la correcta relación entre las variables que lo conforman.

Respecto a la relación que presenta el crecimiento de las ventas rezagadas un periodo, y el de la inversión en planta, también es comprensible, dado que las ventas pasadas constituyen siempre un importante indicador para la empresas, al momento de determinar su demanda futura; lo que explica el signo positivo del coeficiente. De igual forma la relación de la variable dependiente con el financiamiento otorgado por proveedores es positiva, como ya se había adelantado, sin embargo el coeficiente que se observa es bajo. Lo que podría explicarse por las características de las empresas que conforman la muestra.

En este sentido, resulta importante recordar que a través del análisis de la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, se mostró la creciente importancia que el crédito de proveedores ha adquirido en la composición del financiamiento total de las empresas, relegando gradualmente a segundo término, a las fuentes tradicionales de crédito; de hecho, los datos para 2016 de dicha encuesta, establecen que para el 80% de las empresas encuestadas, constituye su principal fuente de financiamiento. Sin embargo, en dicho análisis, también fue posible identificar una serie de condicionantes al respecto, relacionados principalmente con el tamaño y tipo de actividad de la empresa, es decir, el grado de preponderancia del crédito de proveedores en el total del crédito adquirido, depende de las características específicas de la empresa; y en este caso; en la muestra considerada únicamente fueron incluidas empresas de gran tamaño; en las que de acuerdo a la encuesta citada, el crédito de proveedores presenta una menor participación; dado que estas empresas gozan de mejores condiciones para acceder al crédito bancario, así como al otorgado por fuentes extranjeras. Lo anterior podría explicar el bajo coeficiente que arroja la relación entre la variable dependiente y el financiamiento otorgado por proveedores.

Finalmente, la relación del crecimiento de los ingresos financieros y la inversión en planta, resulta ser de sentido negativo, lo que evidentemente contrasta con la teoría convencional que sostiene la existencia de una relación positiva entre el crecimiento de las actividades financieras y las productivas. Es cierto que el modelo estimado es susceptible de mejoras, sin embargo, este resultado es muy significativo para la investigación en su conjunto; dado que corrobora la esencia del análisis llevado a cabo a lo largo del presente trabajo, sobre el proceso de financiarización; es decir, el riesgo potencial que representa dicho proceso para el sector productivo de la economía mexicana.

Lo anterior valida algunos de los rasgos más importantes del proceso bajo análisis, señalados en capítulos previos, por ejemplo; el incremento de la participación en actividades financieras, por parte de las empresas no financieras; que constituye uno de los principales canales por los que de acuerdo con Stockhammer, (2000), se ha llevado a cabo una paulatina transferencia de recursos, del sector productivo, hacia el financiero; lo que implica una reducción de la inversión productiva de largo plazo. Y es que los resultados obtenidos del

modelo estimado, permiten inferir que los recursos, anteriormente destinados al incremento de la capacidad productiva, gradualmente están fluyendo hacia actividades de índole financiera, lo que explica que el crecimiento de los ingresos financieros de las empresas que componen la muestra, no esté vinculado de manera positiva con la inversión. Lo que a su vez, sugiere que el vínculo entre los ingresos financieros y el comportamiento real de la empresa, se ha debilitado en los últimos años; además, se torna factible que dichos ingresos se destinen nuevamente hacia actividades financieras; lo que de ninguna manera es benéfico en cuanto a crecimiento y desarrollo económico se refiere.

En este sentido, Marx (1894) considera que uno de los principales determinantes del proceso de acumulación es el que se refiere al incremento de los medios y capacidades de producción, a través de la inversión; es decir, los riesgos de que ésta se vea comprometida son mayúsculos. Lo que de acuerdo con Chesnais (2003) puede obedecer a la creciente importancia y autonomía de las finanzas, que permite al capital destinado a las inversiones financieras, enfrentarse al capital comprometido en la producción e igualmente con el trabajo, para exigir e imponer una participación mayor en la distribución. En este sentido, Aglietta (2000) considera que el desvío de las ganancias hacia el sector financiero, es resultado de la nueva lógica de las empresas (corporate governance), que prioriza el valor de sus acciones, sobre su valor real, lo que termina por desvincularlos.

Cabe señalar que Toporowski (2008), define al proceso de financiarización, en términos empresariales, como el incremento en las remuneraciones de los accionistas y, mayor intervención de estos agentes en las decisiones de las empresas, particularmente en las decisiones sobre el gasto de capital; lo que explica en cierta medida el flujo de la inversión hacia actividades de índole financiera. Lo anterior, forma parte del marco analítico a través del cual diversos autores argumentan la existencia del proceso de financiarización (Stockhammer, 2004 y Östürk, 2011); por lo tanto, los resultados obtenidos, y por ende, la investigación en su conjunto, concuerdan con dicho marco de análisis.

El hecho de que la inversión productiva no se vea favorecida por el desarrollo de las actividades financieras, representa un serio riesgo para el país, en términos de crecimiento y desarrollo económico; basta recordar que para Prebisch (1950), dicha inversión es el único detonante capaz de dar inicio a un proceso de industrialización, que para los países subdesarrollados, representa el principal medio para obtener beneficios del progreso técnico; y con ello, poder elevar progresivamente el nivel de vida de la población. En este sentido, Reinet (2004), señala que ningún país con desarrollo exitoso, ha sido capaz de evitar el “paso obligado” de industrialización interna vía inversión productiva, que promueva el desarrollo de industrias con beneficios crecientes, y mantenga las ganancias de productividad bajo la forma de crecientes salarios internos reales.

Finalmente, considerando los distintos ejercicios econométricos, que sirvieron de base para el diseño del modelo aquí expuesto; cabe señalar que la lógica que guía, no solo a dicho modelo, sino a la investigación en su conjunto, es acorde con lo que sostienen Caprio, Honohan y Stiglitz (2001), sobre que no necesariamente el desarrollo financiero implica automáticamente el crecimiento económico de un país, vía un efecto positivo sobre el nivel de inversión productiva. De hecho, los resultados obtenidos son congruentes con lo que sostienen Lazonick y O’Sullivan (2000), respecto a que el abrupto desarrollo financiero ha modificado la lógica de las empresas en cuanto a la obtención de ganancias; priorizando los canales financieros; lo que ha terminado por restringir los niveles de inversión productiva. En esta misma línea de ideas se encuentran Aglietta y Breton (2001), que destacan la presión que

los mercados financieros ejercen sobre las empresas, para que éstas profundicen sus vínculos con la esfera financiera.

De igual forma, los resultados obtenidos, coinciden con lo señalado por Stockhammer (2000), sobre los riesgos que representa el desarrollo del sector financiero para el proceso de acumulación. Y aunque la metodología utilizada es distinta, se trata de un esfuerzo econométrico a nivel de empresas; lo que representa un rasgo compartido con el modelo propio. Además, si bien es cierto, la variable construida como indicador de financiarización es diferente, el signo que obtiene en relación a la acumulación (inversión productiva), también es negativo para la mayoría de los casos considerados.

Por otra parte, en el modelo de Orhangazy (2008); también de índole microeconómica, y cuyo objetivo es comprobar la existencia de una relación inversa entre el proceso de financiarización y el de acumulación de capital; las variables financieras presentan una relación negativa respecto a la inversión; lo que coincide con los resultados obtenidos a través del modelo propio. De esta manera, ambos modelos sugieren que una mayor inversión en actividades relacionadas con el ámbito financiero, probablemente termine por desplazar a la inversión real.

Y respecto al modelo de Rodríguez y López (2009), evidentemente sus resultados son contrarios a los del modelo propio; ya que dichos autores sostienen la existencia de una relación positiva entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Sin embargo, por tratarse de un análisis macroeconómico, se dejan de lado las particularidades del fenómeno en cuestión y no se analizan a detalle los riesgos que dicho desarrollo financiero puede representar para el tejido industrial mexicano. En el mismo sentido, Tinoco, Torres y Venegas (2008), estiman un modelo que relaciona el desarrollo financiero y el crecimiento económico; y aunque logran mostrar una relación positiva, el coeficiente es tan bajo, que genera dudas sobre la exactitud de dicho estudio.

Es importante señalar que de ninguna manera en esta investigación se duda de la importancia que tiene la relación entre el sector financiero y el productivo, para el crecimiento y desarrollo de una economía como la mexicana; sin embargo, no se considera que todo proceso de liberalización financiera o alguna otra reforma que propicie el desarrollo del sector financiero, forzosamente significará efectos positivos para la economía en su conjunto. Para que dicha relación sea de carácter positivo, necesariamente debe cumplirse una serie de condiciones que permitan el vínculo virtuoso que sostiene el paradigma McKinnon-Shaw (1973); que por lo tanto debe considerarse únicamente como un caso específico de éxito, y no, la norma general. En este sentido, basta considerar que tras años de análisis sobre el tema, la evidencia al respecto continua sin ser concluyente; de hecho, aún no se establece categóricamente la dirección de causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Es decir, si bien es cierto, se trata de un tópico, cuya discusión sigue abierta, la evidencia sobre sus riesgos potenciales no puede ser omitida.

5.5 Conclusión

El primer paso para la construcción del modelo econométrico fue la revisión del trabajo de diversos autores al respecto. De esta manera fue posible identificar modelos que por su metodología, periodo de análisis, región de estudio o resultados obtenidos, resultaban enriquecedores para la investigación; ya sea como guía para la construcción del modelo propio, o como parámetro para contrastar resultados. El análisis incluyó modelos estimados

para el caso de la economía mexicana, como para distintas regiones del mundo, así como, ejercicios en los que los resultados coinciden con la tesis central de la presente investigación, pero también modelos, cuyas conclusiones son opuestas a dicha tesis sobre los efectos potencialmente negativos del proceso de financiarización económica.

En algunos casos, con el objetivo de comprender de mejor manera la estructura y metodología de determinado modelo, se consideró pertinente replicarlo para el caso de la economía mexicana; es decir, a través de la estimación de modelos ya probados y correctamente especificados se llevó a cabo el primer acercamiento a la comprobación econométrica del trabajo; que adquiere relevancia si se considera que son pocos los esfuerzos en este sentido para países subdesarrollados, como México, en parte, porque la mayoría de los estudiosos del tema, se decantan por analizar el caso de las economías desarrolladas, debido a que presentan un mayor desarrollo en su sector financiero; así como una mayor disponibilidad de información estadística, para la construcción de bases de datos.

Tras la revisión de los distintos esfuerzos econométricos hechos sobre el proceso de financiarización económica, y teniendo como base el análisis estadístico realizado en los capítulos previos, se comenzó a delinear el modelo a estimar. Inicialmente se consideraron tres modelos, cada uno con interrogantes e hipótesis individuales; el primero, tenía a la inversión en planta como variable endógena; el segundo, al valor de las acciones de la empresa; y el último, a las ganancias obtenidas por las empresas de la muestra. Tras analizarlos a detalle; finalmente, se optó por el primero, es decir, el relacionado con el comportamiento de la inversión productiva, en función de una serie de variables explicativas, entre las que destaca la de índole financiera. Esto porque se consideró que dicho modelo proporcionaría resultados que contribuirían de mejor manera a la comprobación de la hipótesis general de la investigación.

Dada la estructura del modelo propuesto, se optó por incluir en la muestra, únicamente empresas que cotizaran en la BMV; para lo cual se recurrió a la base de datos de Economatica. Inicialmente se buscó incluir al total de empresas listadas, sin embargo, una serie de problemas, relacionados con la falta de información en el caso de algunas empresas, hizo necesaria la reducción de la muestra; que posteriormente, se filtró nuevamente; esta vez, en función de dos criterios, el primero referente al nivel de injerencia en el IPC, de cada una de las empresas, seleccionando las de mayor nivel; y el segundo, relacionado con la actividad de las distintas empresas, eligiendo solamente a aquellas cuya principal actividad fuera de índole productiva, es decir, se eliminaron las dedicadas a servicios financieros. De esta manera, se concretó una base de 20 empresas para el periodo 1996-2015; en términos trimestrales y ordenadas de acuerdo a su nivel de importancia, respecto al IPC.

Respecto a la estructura del modelo, se determinó que las variables explicativas fueran las siguientes: fondos internos disponibles, demanda, endeudamiento e ingresos financieros. Cabe señalar, que para cada una de ellas, se construyeron diferentes variables analíticas con el objetivo de tener opciones durante la estimación del modelo. El método utilizado fue el de datos de panel no balanceado; sin embargo, antes se realizaron pruebas de raíz unitaria y de causalidad en el sentido de Granger, a las variables analíticas propuestas. Todas ellas resultaron ser estacionarias, y en cuanto a la prueba de causalidad, resulta pertinente comentar que el comportamiento de las variables fue el esperado.

Conforme se estimó el modelo considerando las distintas combinaciones de las variables analíticas, se fueron eliminando las menos significativas, hasta definir el modelo final. Las

seleccionadas fueron las siguientes: como variable endógena, el crecimiento de la inversión en planta, y como variables explicativas, las utilidades respecto a la planta, el crecimiento de las ventas con un rezago, el financiamiento de proveedores respecto a los costos totales y el crecimiento de los ingresos financieros con un rezago. Los resultados obtenidos se describen a continuación.

Las utilidades respecto a la planta presentaron un comportamiento acorde con la teoría convencional, es decir, de signo positivo, lo que resulta lógico, si se considera que ninguna empresa se mantendrá en el mercado sin la obtención de ganancias. Es el mismo caso que el de la variable de crecimiento de las ventas con un rezago, que también presenta un coeficiente positivo, lo que es comprensible si se considera que las ventas pasadas, determinan las expectativas de la empresa sobre la demanda futura. Respecto a la variable de endeudamiento, es decir, la de proveedores en relación al costo total, presentó signo positivo, aunque un coeficiente bajo, que podría ser explicado por las características particulares de las empresas que componen la muestra, ya que a diferencia de las pequeñas y medianas, que no tienen diversificadas sus opciones de financiamiento, y por ende padecen una marcada dependencia al crédito de proveedores; en el caso de las de mayor tamaño, como las que conforman la muestra, sus opciones de financiamiento son mayores, incluso cuentan con acceso a crédito proveniente de fuentes externas.

En cuanto al crecimiento de los ingresos financieros con un rezago, aunque el coeficiente obtenido es bajo, su signo es negativo; lo que sugiere la existencia de una relación poco benéfica para la inversión productiva. Dado que el desarrollo de los ingresos financieros, estaría implicando una transferencia de recursos del sector productivo, hacia el financiero; ya que los recursos que anteriormente eran destinados al incremento de la capacidad productiva, probablemente estén fluyendo hacia actividades de índole financiera, y por ende, el modelo no refleja una relación positiva entre la variable explicativa y la inversión. Lo que para autores como Lazonick y O'Sullivan (2000) propicia el debilitamiento de la innovación industrial.

Por supuesto que el modelo estimado es susceptible de mejoras; también es cierto que resultaría recomendable, contrastarlo con el resto de modelos que a pesar de ser diseñados, no fueron estimados en la presente investigación; ya que esto contribuiría a corroborar, los resultados obtenidos. Sin embargo, este ejercicio econométrico por sí solo, respalda la hipótesis general de la investigación, dado que muestra los riesgos que conlleva un proceso de financiarización, como el que se ha llevado a cabo en la economía mexicana durante los últimos años. Lo que contrasta con la teoría ortodoxa, que sostiene la existencia de una serie de beneficios para el sector productivo, derivados de un proceso de desregulación y desarrollo del sector financiero. Así, el modelo estimado, logra argumentar que dicho vínculo virtuoso entre sectores, constituye un caso particular, resultado de una serie de condiciones previas que lo hacen posible; y por lo tanto, no debe ser considerado como la norma general; y menos para economías subdesarrolladas como la mexicana, con características distintas a las que presentan los países con sectores financieros más desarrollados. Cabe señalar, que esta aseveración cuenta con el respaldo teórico y estadístico, plasmado en los capítulos previos del presente trabajo.

Conclusión general

La relación entre el sector financiero y el productivo, constituye un tema que ha sido debatido desde hace mucho tiempo, basta recordar los señalamientos de Marx (1894) sobre los riesgos implícitos del capital ficticio o el análisis de Hilferding (1910) sobre la tendencia histórica del capital financiero y sus connotaciones para el desarrollo del sistema capitalista. Sin embargo, el proceso de financiarización, que constituye uno de los aspectos de dicha relación, no había recibido la suficiente atención por parte de la comunidad académica internacional, hasta hace algunas décadas; en gran medida gracias a las distintas crisis financieras que han aquejado a diversos países del orbe. Por lo tanto, la mayoría de los trabajos sobre el tema son relativamente recientes, y en su mayoría, abordan dicho proceso para el caso de economías desarrolladas, cuyos sectores financieros presentan un mayor grado de expansión, respecto a los de los países subdesarrollados. Aunado a lo anterior, cabe señalar que han sido diversos los enfoques desde los que ha sido abordado el tema en cuestión; lo que explica de cierta manera que algunos de sus conceptos continúen siendo relativamente difusos.

Por lo tanto, la presente investigación inició con la revisión exhaustiva de la bibliografía relacionada con el proceso bajo análisis; no solo para comprenderlo de mejor manera, sino también, para poder definir claramente algunos conceptos e ideas esenciales para el óptimo desarrollo del trabajo. Así, se determinó que el proceso de financiarización debe ser entendido, como el abrupto desarrollo de la esfera financiera, respecto a la productiva; responsable de una serie de cambios, no solo en el ámbito financiero, sino también en las unidades cuya actividad principal no es de índole financiera, es decir, se trata de un proceso que altera la relación entre los dos sectores involucrados. Además, a través de dicho proceso, emerge la primacía de las finanzas en la dinámica macroeconómica y en las prioridades de empresas, hogares y administraciones públicas. Con lo que se gesta un nuevo patrón de acumulación, en el que los beneficios obtenidos a través de canales financieros, adquieren mayor importancia, frente a los relacionados con el comercio y la producción de mercancías, lo que genera múltiples efectos económicos.

Posteriormente, se identificaron tres rasgos característicos de este proceso; el primero relacionado con el hecho de que el crecimiento del sector financiero en los últimos años, ha sido mayor que el del sector productivo; lo que de acuerdo con Lapavitsas (2011), constituye el rasgo más importante para determinar que un proceso de financiarización, está en franco desarrollo. El segundo, se refiere al incremento del grado de participación en actividades financieras, por parte de empresas no financieras; es decir, una mayor profundidad financiera, que de acuerdo con Toporowski (2008) representa una serie de riesgos para un país, en términos de estabilidad macroeconómica. Y por último, son diversos los autores que señalan una creciente transferencia de recursos, del sector productivo al financiero, que afecta de manera negativa a la inversión productiva de largo plazo. A partir de estas ideas, queda claro que la relación entre ambos sectores es de suma importancia para el total de la economía.

Respecto al origen del proceso, se identificó cierto acuerdo generalizado sobre el hecho de ubicarlo en la economía estadounidense, durante la década de los setenta, como respuesta ante el estancamiento económico que se padecía; ya que entre las distintas medidas de política económica implementadas para revertir la tendencia decreciente de la tasa de rentabilidad, se encontraba la liberalización del sistema financiero; que marcaría el inicio del abrupto desarrollo de dicho sector en los años siguientes; y que se vio favorecido por la

globalización financiera, el progreso tecnológico en materia de información, y la constante innovación financiera.

En el caso de la economía mexicana, este proceso tuvo su mayor impulso en la serie de reformas financieras, llevadas a cabo durante la década de los ochenta, y que formaron parte del proceso de adopción del modelo neoliberal de crecimiento. A partir de entonces, el marco regulatorio del sistema financiero mexicano fue desarticulado de manera parcial, desordenada e inconexa; además de enfrentar una serie de problemas de supervisión y control, que rebasaron el ámbito de las instituciones encargadas de ello; lo que se vio potenciado con el proceso de extranjerización del sistema bancario, llevado a cabo durante la década de los noventa, y que contrario a la lógica ortodoxa, terminó por restringir el crédito destinado al sector productivo. Por lo tanto, es posible inferir que las reformas hechas al sistema financiero mexicano, modificaron su función principal, es decir, la de canalizar la mayoría de los recursos hacia el sector productivo.

En el tercer capítulo, se desarrollaron dos líneas de trabajo, la primera relacionada con el aparato productivo nacional y su evolución a lo largo de los últimos años. Mientras que la segunda se enfocó al análisis del comportamiento del sector financiero. Esto con el objetivo de mostrar si el abrupto desarrollo del segundo, ha sido acompañado por el fortalecimiento del primero, y por ende si ha contribuido al crecimiento de la economía mexicana. Cabe recordar que el fortalecimiento y desarrollo del sector productivo a través de un proceso de industrialización, representa la vía más importante hacia el crecimiento sostenido de una economía. En este sentido, se mostró que la adopción del modelo neoliberal implicó una reestructuración del aparato productivo nacional, en la que el incremento de las exportaciones resulta evidente, pero el de las importaciones ha sido mayor, dado que ha aumentado el contenido importado de las primeras. Por lo que no sólo, no se han generado encadenamientos productivos, sino que se ha debilitado la industria en su conjunto. Indicadores como la participación del sector industrial en el PIB nacional, dan cuenta del vaciamiento productivo que se ha ido agudizando en las últimas décadas, con evidentes costos sociales, pauperización de las condiciones laborales, bajos salarios e incremento de la ocupación informal.

Además, se mostró que el modelo de industrialización orientado a exportaciones, ha tenido un efecto de aislamiento sobre algunas ramas productivas; lo que explica por ejemplo, la reducción del número de establecimientos en el sector manufacturero, o el comportamiento errático que caracteriza a las tasas de crecimiento de la mayoría de las ramas productivas, lo que plantea serias dudas sobre el supuesto fortalecimiento del tejido industrial, que el nuevo modelo generaría, y aún más, si se considera la reducción de la inversión fija bruta y el incremento del coeficiente de desindustrialización.

Lo anterior, dista mucho de los resultados que se esperaba generara, tanto la apertura comercial, como la desregulación del sistema financiero mexicano; ya que con esta última se buscaba mejorar las condiciones de financiamiento a la inversión productiva, y así, detonar un vínculo positivo entre ambos sectores. Sin embargo, el análisis llevado a cabo sobre el comportamiento del sector financiero durante los últimos años, permite inferir que dicho vínculo no se ha logrado concretar en los niveles deseados; y es que tanto en el caso del sector bancario, como del sector bursátil, es notable el desarrollo que han experimentado, es decir, contrario a lo observado en el análisis sobre el sector productivo nacional.

En el caso de la banca comercial, resultó notorio el crecimiento que han registrado sus activos en los últimos años, frente a la sensible reducción en el nivel de participación que ha registrado la banca de desarrollo; situación contraria a la de las casas de bolsa y las Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro (Siefores), cuyo porcentaje de participación en el total de activos, se ha incrementado de manera importante, principalmente en el caso de estas últimas. Aun así, la banca comercial continúa siendo el principal intermediario financiero. Sin embargo, cabe señalar que presenta un elevado grado de concentración en su composición, ya que el 80% del total de sus activos son acaparados por los siete bancos más grandes; lo que de ninguna manera, puede considerarse como un rasgo positivo, en términos de financiamiento a la inversión, dado que no se promueve la competencia entre los agentes como se esperaba. Además, los indicadores de rentabilidad financiera dan cuenta de su desarrollo, ya que tanto el de rentabilidad sobre activos (ROA), como el de rentabilidad sobre capital invertido (ROE), presentan un comportamiento positivo; al igual que su índice de capitalización.

Por su parte, el sector bursátil registra un comportamiento creciente del índice de precios y cotizaciones (IPC); así como del valor de las operaciones llevadas a cabo en el mercado de capitales, y de las acciones en circulación en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Lo que muestra el incremento en términos de importancia que ha adquirido la intermediación bursátil. De igual forma, el mercado de derivados y de deuda; registran un considerable crecimiento. Sin embargo, el mercado de capitales continúa siendo pequeño, respecto al sector bancario. De esta manera, se mostró por un lado, el bajo crecimiento registrado por el sector productivo nacional; y por el otro, el fortalecimiento del sector financiero mexicano; situación contraria a la esperada; considerando que la serie de reformas hechas al sistema financiero; tuvieron como argumento central, la promoción de la inversión productiva a través de una serie de mejoras en el acceso y asignación del crédito, entre quienes conforman el sector productivo del país.

Cabe señalar que autores como Lapavitsas (2011) sostienen que el origen de la financiarización de una economía, es el notable desarrollo del sector financiero, ya que representa el prelude de su autonomía respecto al sector productivo; según lo observado en países desarrollados. Lo que dota de relevancia a lo expuesto en dicho capítulo; dado que no solo es evidenciado el abrupto desarrollo experimentado por el sector financiero mexicano, sino porque, se logra mostrar cierta simetría con lo sucedido en países que gozan de un sector financiero más desarrollado, y que han padecido importantes descalabros financieros. Por lo tanto, se torna imperativo analizar los riesgos de una mayor profundidad financiera.

Posteriormente, se mostró que el financiamiento otorgado al sector productivo se redujo; tanto el proveniente de la banca comercial, como el de la banca de desarrollo; siendo más notable en el caso de esta última. Mientras que el crédito otorgado por la banca comercial a consumo y vivienda presenta un marcado crecimiento. De acuerdo Toporowski (2003), este comportamiento es acorde con el de una banca comercial, en la que predomina un carácter rentista y especulativo, poco vinculado a las necesidades de financiamiento que presenta el sector productivo; lo que no solo evidencia el poco interés de la banca en el crecimiento económico del país; sino que termina por obstaculizarlo.

Por su parte, el mercado de valores no ha compensado la baja en el financiamiento bancario; dado que aún no constituye una verdadera fuente de financiamiento para la inversión, debido a que cuenta con un reducido número de empresas participantes, y además, en unas cuantas se concentra un elevado porcentaje del valor de mercado. Por otro lado, son pocas las

empresas que utilizan el mercado bursátil para realizar ofertas accionarias, ya que la mayoría de las operaciones en el mercado de deuda, son de corto plazo.

Con el objetivo de profundizar en el tema, se optó por analizar la encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio; en la que resultó notoria la preponderancia del crédito de proveedores para el total de las empresas, frente al restringido acceso que tienen al crédito bancario, dado que este último está condicionado principalmente al tamaño de las empresas, es decir, el acceso a éste, es aún más complicado para las pequeñas y medianas, lo que explica la elevada concentración de este tipo de crédito en las grandes empresas, que además, son las únicas para quienes el crédito proveniente del extranjero es una alternativa, ya que la participación de las Pymes en este rubro, es prácticamente nula. Por otro lado, la participación de la banca de desarrollo en el financiamiento general, está muy por debajo de las necesidades que presenta el sector productivo nacional, por lo que resulta incapaz de promover una mejora en las condiciones de crédito a las empresas. De esta manera, se configura un panorama poco alentador en términos de promoción a las empresas nacionales, ya que las fuentes de financiamiento restantes, presentan una participación insignificante.

Cabe destacar que el crédito otorgado por la banca comercial y por la banca de desarrollo, presenta mayores niveles de participación en el financiamiento a las empresas dedicadas a servicios y comercio, respecto al destinado a manufactureras. Lo que genera una serie de cuestionamientos sobre el tipo de empresa que se pretende incentivar en el país. En este sentido, Kaldor (1963) señala la importancia de distinguir entre las actividades con rendimientos crecientes, asociadas a la industria, y aquellas con rendimientos decrecientes, de carácter extractivo o desvinculadas del sector productivo; porque son las del primer tipo, las únicas con la capacidad de detonar periodos de crecimiento económico sostenido. Por lo tanto, el crecimiento del sector industrial, principalmente manufacturero, adquiere gran relevancia.

De esta manera, fue posible analizar los efectos que el desarrollo del sector financiero generó sobre la composición del financiamiento al sector productivo nacional; que de acuerdo a la mayoría de los trabajos revisados sobre el tema, constituye uno de los principales vínculos entre los dos sectores involucrados. En este sentido, otro de los vínculos generalmente señalados, es el que se refiere a los efectos que tiene el proceso de financiarización sobre la inversión productiva de las empresas; que en teoría deberían ser, netamente positivos.

Para abordar este aspecto del proceso bajo análisis, se optó por la construcción de un modelo econométrico; lo que hizo necesaria la revisión de los diversos esfuerzos hechos al respecto; lo que aunado al análisis estadístico realizado en los capítulos previos; constituyó la base del modelo propuesto; cuyo objetivo es determinar el comportamiento de la inversión productiva, en función de las siguientes variables explicativas: fondos internos disponibles, demanda, endeudamiento e ingresos financieros. Para la conformación de la base de datos, se utilizó la información proporcionada por Economática; resulta importante mencionar que justamente este aspecto, constituyó uno de los mayores problemas para la estimación del modelo, ya que la información referente a empresas, es escasa; por lo tanto, la muestra utilizada quedó limitada a empresas de gran tamaño y con actividad bursátil. Por otra parte, el método utilizado fue el de datos de panel no balanceado. Cabe señalar, que todas las variables resultaron ser estacionarias, y en cuanto a la prueba de causalidad, su comportamiento fue el esperado.

La variable explicativa de mayor interés, de acuerdo a los objetivos del trabajo, es la referente al crecimiento de los ingresos financieros, que aunque su coeficiente resultó ser bajo, su signo fue negativo; lo que sugiere la existencia de una relación poco benéfica para la inversión productiva. Dado que podría inferirse que el desarrollo de los ingresos financieros, implica para este grupo de empresas, una transferencia de recursos del sector productivo, hacia el financiero; es decir, los recursos que anteriormente eran destinados al incremento de la capacidad productiva, probablemente estén fluyendo hacia actividades de índole financiera, y por ende, el modelo no refleja una relación positiva entre dicha variable explicativa y la inversión.

A pesar de las limitantes que pueda presentar el modelo estimado, su valía consiste en que representa un sólido argumento para la hipótesis general de la investigación, dado que señala los riesgos potenciales que acompañan al proceso de financiarización de la economía mexicana. Lo que cuestiona la lógica de la teoría ortodoxa, sobre los efectos derivados del desarrollo del sector financiero. Por lo tanto, la relación netamente positiva entre sectores, debe ser considerada como un caso particular, para lo cual se deben generar una serie de condiciones que así lo permitan; pero de ninguna manera, constituye la regla general.

Así es como se abordaron los dos principales vínculos entre el sector financiero y el productivo, esencia del proceso de financiarización económica. Es decir, por un lado, se analizaron los efectos del notable desarrollo del sector financiero, sobre el financiamiento al sector productivo, tanto en lo referente a la banca comercial y de desarrollo, como en lo concerniente al sector bursátil; a través de un análisis estadístico descriptivo. Y por el otro, se estimó un modelo econométrico para conocer la relación existente entre la inversión productiva de un grupo de grandes empresas y sus rendimientos obtenidos, vía canales financieros. Los resultados obtenidos en ambos esfuerzos analíticos, contrastan con lo que argumenta la teoría ortodoxa sobre el tema; sin embargo, con esto no se quiere refutar de manera tajante los postulados de dicha teoría, sino generar la consciencia sobre la necesidad de prestar mayor atención al proceso de financiarización, en el que inevitablemente la economía mexicana se verá envuelta con mayor intensidad en los próximos años, dado la tendencia creciente que presenta el sector financiero en términos de importancia en la dinámica económica del país.⁶⁷

En este sentido, cabe señalar que de acuerdo con Palley (2008), existen una serie de actividades en las que incurren las empresas; que denotan la configuración de un proceso de financiarización; por ejemplo, un mayor endeudamiento, una menor emisión accionaria, recompra de acciones, redistribución de utilidades y flexibilización laboral. Y si bien es cierto, la presente investigación no profundiza en el comportamiento de las empresas mexicanas, al grado de poder comprobar en su totalidad, las distintas características mencionadas; sí, logra señalar una potencial relación negativa entre el sector financiero y el productivo; que constituye el objetivo último del trabajo; y que representa a su vez, un sólido argumento para sostener que en el caso de la economía mexicana, se ha comenzado a configurar un proceso de financiarización económica.

Cabe señalar que de ninguna manera se considera que las finanzas sean inútiles o parasitarias por naturaleza; es decir, se entiende perfectamente que estas desarrollan funciones esenciales para la actividad económica, a través de las transacciones monetarias y financieras, que

⁶⁷ De acuerdo con Aglietta (1998), el país más desarrollado industrialmente no hace más que mostrar a los países que le siguen, la imagen de su propio futuro; por lo tanto, el desarrollo del sector financiero en países subdesarrollados es un aspecto ineludible de su evolución económica.

contribuyen a la movilidad del capital entre las diferentes empresas y ramas productivas; incluido el financiamiento a las empresas. Sin embargo, es imperativo poner atención en la serie de cambios que ha experimentado el sistema financiero internacional en décadas recientes, y que ha modificado su estructura y funciones, no siempre para beneficio del sector productivo o de la estabilidad de la economía global.

En el caso de la economía mexicana, resulta difícil determinar si la transición de su sistema financiero; de un esquema caracterizado por represión financiera, hacia uno de libre mercado; puede ser considerado como un proceso exitoso. Porque si el parámetro utilizado para ello, es el desarrollo del sector financiero, entonces, dicha transición cumplió con las expectativas iniciales; pero si se consideran otros aspectos, como el fortalecimiento del tejido industrial o el crecimiento y desarrollo general de la economía; entonces, el veredicto es distinto; principalmente porque el sistema financiero mexicano presenta una serie de distorsiones, que impiden su correcta relación con el sector productivo del país.

Lo anterior, obliga a fortalecer los lazos entre el sector productivo y el financiero; y para ello, debe promoverse una política crediticia acorde con las necesidades de las empresas mexicanas; que promueva el financiamiento productivo desde la banca comercial, y la banca de desarrollo, con lo que se recupere la capacidad de canalización del crédito hacia actividades estratégicas, acordes con un proceso de industrialización, tan necesario para el país; y con el mismo objetivo, deberá llevarse a cabo un monitoreo de las actividades industriales, que permita incrementar la eficiencia de la inversión de largo plazo. Por su parte, el sector bursátil debe constituirse como una verdadera opción de financiamiento; para lo cual será necesario incorporar más emisoras, y facilitar el acceso a las pequeñas y medianas empresas.

Finalmente, ante el contexto internacional poco prometedor que se le presenta a México en el corto plazo, resulta imperativo generar las condiciones adecuadas para el desarrollo del sector productivo, y para ello, su correcta vinculación con el sector financiero es de suma importancia. Por lo tanto, el análisis sobre el proceso de financiarización debe continuar, dado que solo así, será posible obtener los mejores resultados de un proceso que parece ser ineludible.

Bibliografía

Aglietta, M. (2000) "Shareholder Value and Corporate Governance: Some Tricky Questions"; en *Economy and Society*, No. 29. París.

_____ (1998) "Le capitalisme de demain", en *Notes de la Fondation Saint-Simon*, no. 101.

_____ y Breton, R. (2001), "Financial systems, corporate control and capital accumulation"; en *Economy and Society*, No. 30. París.

Ampudia, N. (2012) "Banca de desarrollo, microempresas y pobreza". México. IIEC-UNAM

_____ (2001) "Macroeconomía y Sistema Financiero Mexicano". Guadalajara. Universidad Panamericana.

Andriesz, Asteriou y Pilbeam, (2003) "The linkage between financial liberalization and economic development: Empirical evidence from Poland"; en *City University Economics Discussion Papers*. Londres.

Anguiano, E. (2012) "Mercados Financieros Internacionales". México. UNAM.

Arellano, M. (1990) "La Econometría de Datos de Panel"; en *revista Investigaciones Económicas*. Vol.14. México.

_____ (1988) "An alternative Transformation for Fixed Effects Models with Predetermined Variables"; en *Applied Economics Discussion Paper*, 57. Oxford.

Arestis, P. (2005). "Washington Consensus and Financial Liberalization"; en *Journal of Post Keynesian Economics*. Cambridge.

_____ (2002). "The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Countries"; en *International Journal of Finance and Economics*, 7. Cambridge.

_____ and Glickman, M. (2002) "Financial Crisis in South East Asia: Dispelling Illusion the Minskyan Way"; en *Cambridge Journal of Economics*, no. 26. Edward Elgar Publishing. United States.

Arévalo, A. (2010) "La desindustrialización en la manufactura mexicana". México. UNAM.

Arrighi, G. (1999) "El largo siglo XX: dinero y poder en los orígenes de nuestra época". México. UNAM. Facultad de Economía.

_____ y Beverly J. (2001) "Capitalism and world (dis) order". *Review of International Studies*, No. 27. United States.

Aspe, P. (1993) "El camino mexicano de la transformación económica". México. Ed. FCE.

Asteriou, D. y Price, S. (2000) "Financial development and economic growth: Time series evidence for the case of UK"; en *Ekonomia*, vol. 4. Cyprus Economic Society and University of Cyprus.

- Baddeley, M. (2003) "Investment Theories and Analysis". New York. Ed. Palgrave Macmillan.
- Balassa, B. (1989) "Hacia una renovación del crecimiento económico en América latina". Rio de Janeiro.
- Banco de México (varios años), Estadísticas. Indicadores económicos, disponible en http://www.banxico.org.mx/portal_disf/wwwProyectoInternetCaptacion_BM.jsp
- _____ (varios años) Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio, disponible en <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?accion=consultarCuadro&idCuadro=CF471§or=19&locale=es>.
- _____ (2014) World Development Indicators, disponible en <http://datacatalog.worldbank.org/>
- Banerbeck, T. y Tarp, F. (2003). "Financial Liberalization, Financial Development and Economic Growth in LDCs"; en *Journal of International Development*, 15.
- Barro, R. y Sala-i-Martin, X. (1995) "Economic Growth". Nueva York. Ed. McGraw Hill.
- Bazdresh, C. (1982) "Evolución reciente del sistema financiero mexicano". México.
- Blancas, Andrés (2010) "La fragilidad financiera en México". México. IIEC-UNAM.
- Bleaney, M. y Nishiyama, A. (2002) "Explaining growth: a contest between models"; en *Journal of Economic Growth*, vol. 7, No. 1.
- Bolsa Mexicana de Valores (varios años), disponible en http://www.bmv.com.mx/wb3/wb/BMV/BMV_informes_anuales
- Boyd, B; Howard, G; y Pendleton, A. (2005) "Finance, Corporate Governance, and Labour, Evidence from OCDE countries". Londres.
- Boyer, R. (2000) "Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis"; en *Economy and Society*, No. 29. París.
- Brainard, W.C. y Tobin, J. (1968) "Pitfalls in Financial Model Building"; en *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 2.
- Bryan, D; Martin, R; y Rafferty, M. (2009) "Financialization and Marx: Giving labor and capital a financial makeover"; en *Review of radical political economics*, no. 41.
- Buffie, E. (1984) "Financial repression, the New Structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economics"; en *Journal of Development Economics*, vol. 14, No. 3.
- Cabrera, S. (2006). "Política económica y financiamiento al desarrollo: Las bases del financiamiento de la industrialización". Buenos Aires. CLACSO.
- Caprio, G., Honohan, P. y Stiglitz, J. (2001). "Financial Liberalization. How Far? How Fast?". Nueva York. Cambridge University Press.
- Carrascal, U. (2001) "Análisis Econométrico con Eviews". México. Ed. Alfaomega

Chapoy, A. (2009) "Bases para una estructura supervisora y reguladora de las finanzas globales", *ponencia del IX Seminario de Economía Financiera*. México. IIEC-UNAM.

_____ (1998) "Hacia un nuevo sistema monetario internacional". México. Ed. Porrúa.

Chesnais, F. (2003) "La teoría del régimen de acumulación financiarizada: contenido, alcance e interrogantes"; en *Revista de Economía Crítica, No. 1*. Valladolid.

_____ (coord.) (1999) "La mundialización financiera. Génesis, costes y desafíos". Buenos Aires. Ed. Losada.

Clevenot, M. (2010) "Investment and the rate of profit in a financial context: the French case". Paris.

Comisión Nacional Bancaria de Valores (varios años), Boletín estadístico de banca múltiple, disponible en <http://portafoliodeinformacion.cnbv.gob.mx/bm1/Paginas/boletines.aspx>

_____ (2016) Portafolio de información. México; disponible en <http://www.cnbv.gob.mx/Paginas/Informacion-Estadistica.aspx>

Concha, E. (2012) "Estrategias de la banca global en México". México. IIEC -UNAM

Correa, E. (2006). "Banca extranjera en América Latina". Buenos Aires. CLACSO.

_____ y Girón, A. (2004) "Desregulación y Crisis Financieras", en *Correa, E. y Girón, A. (coord.) (2004) Economía Financiera Contemporánea, tomo I*. México. Ed. Porrúa.

_____ (1998) "Crisis y desregulación financiera". México. IIEC-UNAM.

Coutrot, T. (1998) "L'entreprise néo-libérale, nouvelle utopie capitaliste?". Paris.

Crotty, J. (2005) "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market", en *Epstein, G. Financialization and The World Economy*. Londres.

Cruz, Moritz (2009) "Liberalización financiera y el sentimiento del mercado: el caso de la economía mexicana"; en *EconoQuantum no. 2*. México.

_____ y Lapa, J. (2012) "Crisis y recuperación económica: el papel de la política fiscal" en *Revista Problemas del desarrollo No. 168*. México. UNAM.

D Arista, Jane (1994) "The evolution of U.S. Finance. Restructuring Institutions and Markets". Columbia.

De la Vega, J. (2009) "Replanteamiento estratégico para evitar crisis financieras ante los cambios estructurales del mercado financiero", en *Quintero, M. e Ibarra, D. (coords.) Globalización y cambio estructural en la esfera financiera*. México. UAEM.

Demirguc, K; Beck, T; y Honohan, P. (2009) "¿Finanzas para todos? Políticas y trampas en la expansión del acceso". Washington.

Dritsakis, N. y Adamopoulos A. (2004) "Financial development and economic growth in Greece: An empirical investigation with Granger causality analysis"; en *International Economic Journal*, vol. 18.

Duménil, G. y Lévy, D. (2004) "Capital Resurgent. Roots of the Neoliberal Revolution". Massachusetts. Harvard University Press.

_____ (2007) "Crisis y salida de la crisis". México. Fondo de Cultura Económica.

Dussel, E. (1997) "La Economía de la Polarización". México. UNAM-JUS.

Easterly, W. (1993) "How Much Do Distortions Affect Growth?"; en *Journal of Monetary Economics*, no. 32.

Eatwell, J. (2000) "Global Finance at Risk". Cambridge. Polity Press.

Epstein, G. (2005) "Financialization and the World Economy". Londres. Ed. Edward Elgar Publishing.

Fabris, J. (2009) "Econometría Financiera". Buenos Aires. Ed. Omicron

Fisman, R. (2003) "Trade credit, Financial intermediary, Development and Industry growth"; en *Journal of Financial*, vol. LVIII, no. 1.

Flores, L. (2007) "Financiamiento a través de la Bolsa de valores en la estrategia de desarrollo de México", en Calvo, J. (coord.) *Agenda para el desarrollo*, vol. 6, *Financiamiento del crecimiento económico*. México.

Fondo Monetario Internacional (2012) "Informe Anual. Indicadores económicos".

Foster, J. (2007) "Financialization of Capitalism"; en *Monthly Review*, No. 11. New York.

_____ (2010) "The financialization of accumulation", *Monthly Review*, October.

Froud, J; Ojal, S; Leaver, A. y Williams, K. (2006) "Financialization and Strategy". Londres.

Furtado, C. (1963) "The Economic Growth of Brazil". Berkeley, University of California Press.

Galindo, A., Schiantarelli, F. y Weiss, A. (2007). "Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment? Micro-evidence from Developing Countries"; en *Journal of Development Economics*.

García-Herrero, Alicia (2002) "Latin American financial development in perspective". España.

Garrido, C. (2005) "Desarrollo económico y procesos de financiamiento en México. Transformaciones contemporáneas y dilemas actuales". México. Ed. Siglo XXI.

Garrido, C. y Martínez, J. (2004) "El sistema financiero mexicano. Evolución reciente y perspectivas"; en *El Cotidiano* no. 123. México. UAM.

_____ (2000) “Una revisión de las teorías de la empresa para el análisis de las grandes empresas industriales en México”, en *Basave, J. (coord.) Empresas mexicana ante la globalización*. México. Ed. Porrúa.

_____ y García, G. (2009) “Bancarización, crédito al consumo y opacidad regulatoria” en *Economía Informa*. México.

Gauron, A. (2000) “Nota de lectura sobre *Le capitalisme de demain*”. París.

Gil Díaz, F. (1996) “The Origins of Mexico’s Financial Crisis”. Washington.

Girón, A. (2006) “Obstáculos al desarrollo y paradigma del financiamiento en América Latina”. Buenos Aires. CLACSO.

_____ y Levy, N. (2005) “México: los bancos que perdimos”. México. UNAM.

_____ y Correa, E. (2010) “México, filiales exitosas y fracaso económico”. México. UNAM.

_____ y Correa, E. (2013) “México en la trampa del financiamiento”. México. UNAM.

Goldsmith, R. (1969) “Financial Structure and Development”. New Haven, Yale University Press.

Gómez, G. (2013) “La banca de desarrollo en México: situación y propuesta de reforma 2013-2018”, en *Calva, J. (coord.) Sistema Financiero para el desarrollo. La reforma de Peña Nieto y opciones para 2013-2020*. México.

González, A. (2010) “La desindustrialización en la manufactura mexicana”. México.

Greene, W. (1999) “Análisis Econométrico”. Madrid. Ed. Pearson.

Greenwood, J. y Jovanovic, B. (1990) “Financial development, growth and the distribution of income”; en *Journal of Political Economy*, vol. 98, No. 5. Chicago.

Gujarati, D. (2009) “Econometría”. México. Ed. MacGraw Hill.

Guttman, P. (1996) “La Mondialisation Financière”. París.

Hancké, B. (2006) “Labour in French Corporate Governance, The missing Link”. Oxford.

Hilferding (1971) “El capital financiero”. Ed. Instituto cubano del libro (año de publicación del libro original, 1909).

Hsiao, C. (2003) “Analysis of Panel Data”. New York. Ed. Cambridge University Press.

Huerta, A. (2011) “La crisis en EUA y México: La dificultad de su salida”. México. UNAM.

_____ (2009) “Hacia el colapso de la economía mexicana”. México. UNAM.

_____ (1994) “La política de estabilidad en México”. México. Ed. Diana.

Huffschnid, J. (2002) “Redistribution, marches financiers et contre-réforme”. París.

Huidobro, A. (2004) "Objetivo y estrategia para la banca de desarrollo mexicana", en *Gestión y Política Pública, primer semestre*. México. CIDE.

Husson, M. (2008) "Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital" París, Editions Page Deux.

Instituto Nacional de Estadística y Geografía (2016) Banco de Información Estadística. México; disponible en <http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/>

Jeffers, E. y Plihon, D. (2001) "Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises"; en *Revue d'Economie Financière no. 63*. París.

Kaldor, N. (1963) "Stablishing the terms of Trade of Underdeveloped Countries", en *Economic Bulletin for Latin America*.

Kaufman, Henry (2000) "On money and Markets: a Wall Street memoir". Ed. Mc Graw Hill.

Keynes, J. (2012) "La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero". México. Ed. FCE (año de publicación del libro original, 1936).

King, R. y Levine, R. (1993) "Finance and growth: Schumpeter might be right"; en *The Quarterly Journal of Economics, vol. 108*. Harvard University's Department of Economics.

Kregel, J. (2007), "The Natural Instability of Financial Markets"; en *Working Paper no. 523*. Nueva York. The Levy Economics Institute.

_____ (2009) "¿Cuál sería la estrategia alternativa al financiamiento del desarrollo en América Latina?", en *Girón, A. y Correa, E. (coords.) Asimetrías e Incertidumbre*. México. Ed. Plaza y Valdés Editores.

Kremp, P. (2008) "From Main street to Wall street? The determinants of Stock Market Participation and their Evolution from 1995 to 2007". Princeton. Princeton University.

Krippner, Greta R. (2005) "The Financialization of the American Economy"; en *Socio-Economic Review, No. 3*. Oxford.

Lapavistas, C. (2007) "Financialised Capitalism: Expansion and Crisis". Madrid. Ed. Maia.
_____ (2011) "La crisis de la financiarización". México. UNAM.

Lazonick, W. y O'Sullivan, M (2000) "Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance"; en *Economic and Society, Vol. 29 No. 1*.

Levine, R. (1995) "¿Es importante el sistema financiero?", en *Crecimiento económico: Teoría, instituciones y experiencia internacional*. Bogotá D.C., Banco de La República.

_____ (2004), "Finance and growth: theory and evidence"; en *Working Paper Series, No. 10766*. Cambridge, Massachusetts. National Bureau of Economic Research (NBER),

Levy, N. (2009) "La organización de las instituciones financieras de países con mercados financieros desequilibrados y el financiamiento al desarrollo", en *Girón, A. y Correa, E. (coords.) Asimetrías e Incertidumbre*. México. Ed. Plaza y Valdés Editores.

_____ (2010) "Las estructuras financieras y el financiamiento de la producción en los principales países latinoamericanos", en *Levy, N. y López, T. (coord.), Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*. México

_____ (2001) "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de inversión, México, 1960-1994". México, UNAM.

López, T. (2009) "Bursatilización de los pasivos bancarios, contracción del crédito y desintermediación bancaria en México". México. Ed. Plaza y Valdés Editores.

_____ y Bustamante, J. (2012) "Inversión, deuda y empresas: Proceso de financiarización en México". México. IIEC-UNAM

_____ (2001) "Fragilidad financiera y crecimiento económico en México". México. UNAM. Ed. Plaza y Valdés Editores.

Lordon, F. (2000) "Fonds de pension, piège à cons? Mirage de la démocratie actionnariale". París.

Loría, E. y De Jesús, L. (2007) "Los acervos de capital de México. Una estimación, 1980:I-2004:IV"; en *El trimestre económico*, vol. LXXIV (2), No. 294. México.

Lucas, R. (1988) "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, No. 1.

Machinea, José Luis (2009) "La crisis financiera internacional: su naturaleza y los desafíos de política económica" en *Revista CEPAL* no. 97.

Magdoff, H. y Sweezy, P. (1969) "The Age of imperialism: The economics of US foreign policy"; en *Monthly Review Press*. New York.

_____ (1983) "Estancamiento y explosión financiera en Estados Unidos". Nueva York. Ed. Siglo XXI.

Mahía, R. (2000) "Introducción a la especificación y estimación de modelos con datos de panel". Madrid.

Manrique, I. [coord.] (2000) "Arquitectura de la crisis financiera". México, UNAM.

Mansell, C. [Compilador] (1995) "Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina" México. CEMLA-BID.

Mántey, G. (2007) "Política bancaria para el crecimiento con estabilidad", en *Calvo, J. (coord.) Agenda para el desarrollo*, vol. 6, *Financiamiento del crecimiento económico*. México.

_____ (2002) "Propuestas para evitar una nueva crisis financiera", en *Alicia Girón y Eugenia Correa (coords.), Crisis y futuro de la banca en México*. México. Ed. Porrúa.

_____ (2010) “Políticas financieras para el desarrollo en México: ¿Qué hemos aprendido de 1958 a 2008?”, en *G. Mántey de Anguiano, N. Levy Orlik & U.N. México, Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México*. México. Ed. Plaza y Valdés Editores.

_____ (2013) “Política Bancaria y crediticia para el desarrollo”, en *Calva, J. (coord.) Sistema Financiero para el desarrollo. La reforma de Peña Nieto y opciones para 2013-2020*. México.

Marchini, G. (2003). “Financial Reforms in Mexico: Looking for the Causes of Failure”; en *Journal of APEC Studies no. 5*

Martín, J. y Trujillo, A. (2012) “Mercados de activos financieros”. México. Ed. Delta.

Martínez, A. (2007) “Economía política mundial. Las fuerzas estructurantes. España, Barcelona. Ed. Ariel.

Marx, K. (2011) “El capital (Tomo III)”. México. Ed. FCE (año de publicación del libro original, 1894).

Mayorga, M. (2000) “La Técnica de Datos de Panel, una guía para su uso e interpretación”. Costa Rica. Ed. Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigaciones Económicas.

McCombie (2003) “Balance of Payments-constrained Economic Growth”. Reino Unido. Ed. Edward Elgar Publishing Limited.

McKinnon, R. (1973) "Money and Capital in Economic Development". Washington. Brookings Institution Press.

_____ (1988) “Financial liberalization in retrospect: interest rate policies in LDC’s”, en *Gustav Ranis y T. Paul Shultz (eds.), The State of Development Economics: Progress and Perspective*. Nueva York.

McKinsey, (2008) “Mapping global capital markets”; en *4th Annual Report*. McKinsey Global Institute.

Medialdea, B. (2003) "Inestabilidad financiera en las economías emergentes latinoamericanas en los años noventa: el caso de Brasil". Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM.

_____ y Sanabria, A. (2013) “La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización”; en *Revista de Economía Mundial, No. 33*.

Minsky, H. (1986) "Stabilizing an Unstable Economy". Connecticut. Yale University Press.

Molina y Zárate (2009) “La industrialización orientada a la exportación, ¿Una estrategia de desarrollo para México?”. México. Ed. Siglo XXI.

Mott, T. (2007) “El papel de los mercados financieros en la actividad microeconómica”, en *Mántey, G. y Levy, N. (coords.) Políticas macroeconómicas para países en desarrollo. El papel de los mercados financieros en la actividad macroeconómica*. México, UNAM.

_____ (2010) "Los problemas de incentivo en la provisión del financiamiento para el crecimiento y el desarrollo", en Levy, N. y López, T. (eds.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*. México

Murillo, J. (2005) "La banca después de la privatización. Auge, crisis y reordenamiento, en G. del Ángel Mobarak, C. Bazdresch y F. Suárez [compiladores], *"Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria en México"*. México. Ed. FCE.

Odedokun, M. (1996) "Alternative econometric approaches for analyzing the role of the financial sector in economic growth: Time-series evidence from LDCs"; en *Journal of Development Economics*, vol. 50.

Orhangazi, O. (2008) "Financialization and the US Economy". Massachusetts. Ed. Edward Elgar Publishing.

Orléan, A. (1999) "Le pouvoir de la finance". París. Ed. Odile Jacob.

Ortiz, Guillermo (1994) "La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México". México. Ed. FCE.

Östürk, Özgür (2011) "The question of financialization". Turkey. Economic department of Ondokuz Mayıs University.

Painceira, Juan (2009) "Developing countries in the era of financialisation: From deficit accumulation to reserve accumulation"; en *Research on money and finance discussion No. 4*.

Palazuelos, E. (1998) "La globalización financiera". Madrid. Ed. Síntesis.

Palley, T. (2008) "Financialization: What it is and Why it Matters"; en *Working Paper No. 525*. Nueva York. The Levy Economics Institute.

Papandriou, D. y Wray, L. (2008) "Minsky's stabilizing an unstable economy: two decades later". Nueva York. Ed. Mc Graw Hill.

Peñaloza, Tomás (1995) "La conformación de una nueva banca" México. Ed. Mc Graw Hill.

Petricioli, G. (1976) "La política e instrumentos de orientación selectiva del crédito en México". México. Ed. FCE.

Pineda, P. (2009) "Evolución reciente del financiamiento en México y el papel de la Banca de desarrollo", en *Economía Informa*, No. 356. México, UNAM.

Plihon, D. (2004) "El nuevo capitalismo". París. Ed. Siglo XXI.

Ponssard, J. (2002) "Montée en pissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?". París. La documentation française.

Prebisch, R. (1950) "The Economic Development of Latin America and its principal problems". UNECLA.

Ranciere, R; Tornell, A. y Westermann, F. (2006) "Crises and Growth: a revaluation". En *NBER Working Paper*, No. 10 073.

Reberioux, A. (2003) "Les marchés financiers et la participation des salariés aux décisions". París.

Reinet, E. (2004) "How rich nations got rich: Essays in the History of Economic Policy". Universidad de Oslo.

Robinson, J. (1952) "The generalisation of the general theory", en *The Rate of Interest and Other Essays*. Londres, Macmillan.

Rodríguez, D. y López, F. (2009) "Desarrollo financiero y crecimiento económico" en *Problemas del Desarrollo no. 159*. México. UNAM IIEC.

Rojas, Liliana (2008) "Promoviendo el acceso a los servicios financieros". Caracas.

_____ y Weisbrod, S. (2008) "The do's and don'ts of banking crisis management". Washington D.C. Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Ros, J. (1996) "México en los años noventa: ¿un nuevo milagro económico? Algunas notas acerca del legado económico y de la política de la década de 1980", en *Cook, L. (comp.) Las dimensiones políticas de la reestructuración económica*. México. UNAM.

_____ (2000) "Development Theory and the Economics of Growth". The University of Michigan Press.

Roubini, N. y Sala-i-Martin, X. (1992) "Financial repression and economic growth"; en *Journal of Development Economics*, vol. 39.

Rozo, C. (2003) "Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana", en *G. Mántey y N. Levy (comps.), Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. México. Ed. Porrúa.

Ruiz, Antonio (2004) "Mercados financieros y crecimiento económico en América Latina: un análisis econométrico", en *Análisis económico No. 19*.

Ryoo, S. y Skott, P. (2008) "Financialization in Kaleckian economies with and without labor constraints". Massachusetts. University of Massachusetts. Department of Economics.

Salama, P. (1997) "Financiarización excluyente en las economías latinoamericanas". México.

Sánchez, Alfredo (1997) "La crisis productiva y financiera mexicana". México. UAM-Azcapotzalco.

_____ y Sánchez, R. (2000) "Desregulación y apertura del sistema financiero mexicano"; en *Revista Comercio exterior no. 50*. México.

Sauviat, C. (2001) "L'Impact des marchés financiers sur la gestion des ressources humaines: une enquête exploratoire auprès de grandes entreprises françaises". París.

Schumpeter, J. (1911) "The Theory of Economic Development". Cambridge. Harvard University Press.

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

Solís, Leopoldo (1997) "Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI". Madrid. Ed. Siglo XXI

Stallings, Barbara (2006) "Financiamiento para el desarrollo" Santiago de Chile. CEPAL

Stern, N. (1989) "The economics of development: A survey"; en *The Economic Journal*, vol. 99, No. 397. Ed. Royal Economic Society.

Stiglitz, J. (1994) "The Role of the State in Financial Markets"; en *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*.

_____ (2002) "Globalization and Its Discontents". Nueva York.

_____ y Weiss, A. (1981) "Credit rationing in markets with imperfect information", en *American review*, Vol. 71, No. 3.

Stockhammer, E. (2004) "Financialization and the Slowdown of Accumulation"; en *Journal of Economics* No. 28. Cambridge.

_____ (2009) "The finance-dominated growth regime, distribution, and the present crisis". Vienna. University of Economics.

Swary, I. y Topf, B. (1993) "La desregulación financiera global". México. Ed. FCE.

Sweezy P. (1994) "The triumph of financial capital"; en *Monthly Review*, Vol. 46, No. 2.

Tello Macías, C. (1984) "La nacionalización de la banca en México". México. Ed. Siglo XXI.

Thirlwall, A. (1972) "Growth and development: With Special Reference to Developing Economies". Londres. Macmillan Press.

Tinoco, M; Torres, V; y Venegas, F. (2009) "Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: Efectos de largo plazo y causalidad". México.

Tobin (1984) "On the Efficiency of the Financial System"; en *Lloyd's Bank Review*, No. 153.

Todaro, M. (2006) "Desarrollo Económico de Tercer Mundo".

Toporowski, J. (2008) "The economics and culture of financialisation". Londres. University of London.

_____ (2008) "La economía y la cultura de la dependencia financier". Manchester.

_____ (2004) "Inflación en los mercados financieros", en *Correa, E. y Girón, A. (coords.), Economía financiera contemporánea, tomo II*. México. Porrúa.

_____ (2003) "The end of finance and financial stabilisation"

UNCTAD (2015) "Information Economy Report". New York, UN.

Vargas, (2013) “Las Pymes generan 81% del empleo en México”, artículo disponible en <http://www.cnnexpansion.com/mi-carrera/2013/01/14/pymes-generan-81-del-empleo-en-Mexico>.

Velázquez, F. (2006) “El financiamiento bancario de las empresas industriales en México. Un estudio desde la perspectiva del funcionamiento del sistema financiero”. México, UAM.

Vicher, D. (2012) “Gastos de financiarización en la administración pública”. México. IIEC-UNAM.

Vidal, G. (2009) “América Latina: Banca, mercados de capital y determinación externa del crédito”. Buenos Aires. CLACSO.

Viveros, A. (2014) “La Determinación de las ganancias y la inversión productiva: Análisis microeconómico para México (1990-2011)”. México. UNAM

Wijnbergen, V. (1983) “Credit policy, inflation and growth in financially repressed economy”; en *Journal of Development Economics, Vol. 13*.

Williamson, J. y Mahar, M. (1998). “A Survey of Financial Liberalization”; en *Princeton Essays in International Finance, No. 21*.

Wooldridge, Jeffrey M. (2009) “Introducción a la econometría. Un enfoque moderno”. Ed. Paraninfo-Thomson Learning.

Xu, Z. (2000) "Financial Development, investment and economic growth"; en *Economic Inquiry, Vol. 38, No. 2*.

Anexo

Anexo 1. Activos financieros mundiales*

| Año | Títulos de deuda gubernamentales | Activos financieros totales | Deuda gubernamental como porcentaje del total |
|------|----------------------------------|-----------------------------|---|
| 1980 | 2 | 12 | 17 |
| 1990 | 8 | 43 | 19 |
| 1995 | 13 | 66 | 20 |
| 2005 | 24 | 142 | 17 |
| 2006 | 26 | 167 | 16 |

Fuente: McKinsey, 2008.

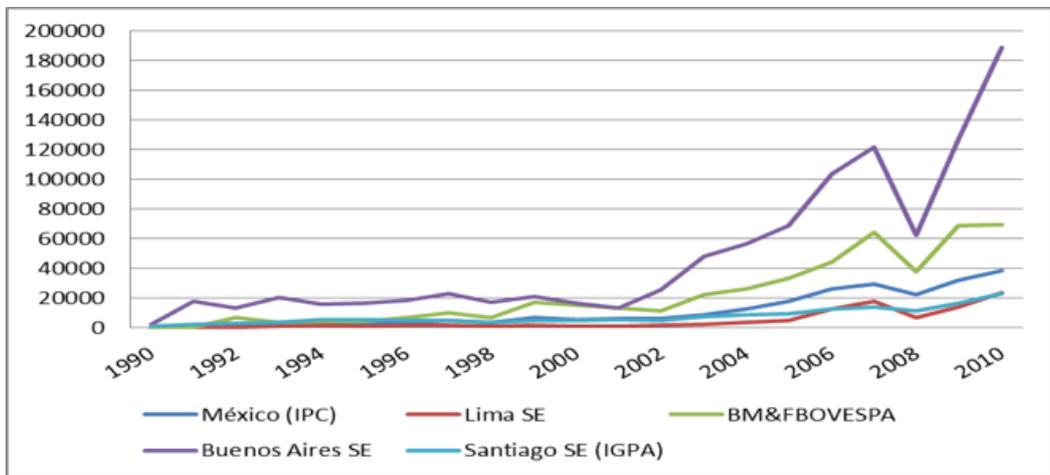
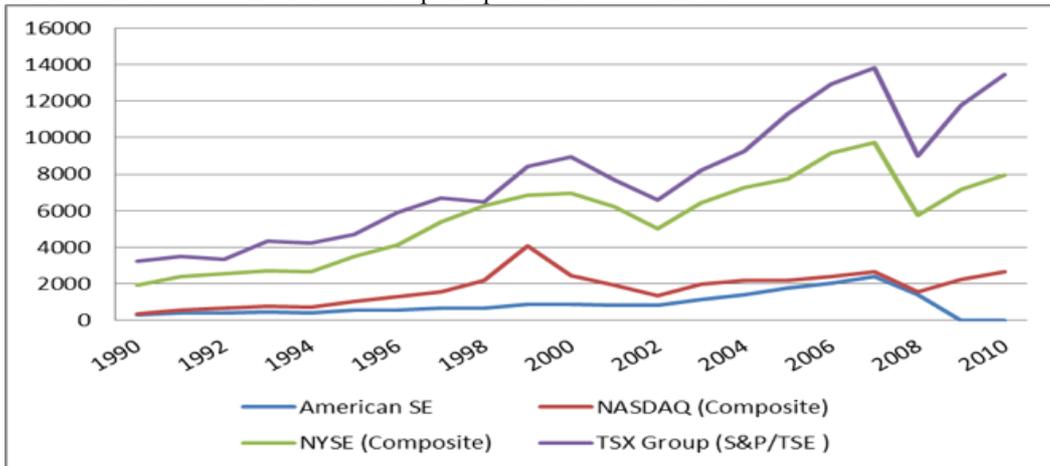
*Incluyen acciones, títulos de deuda privada y depósitos bancarios. Las cifras representan billones de dólares.

Anexo 2. Índice de importancia del sector financiero en países seleccionados.

| Año | Estados Unidos de Norteamérica | | | | Canadá | | | | México | | | |
|------|--------------------------------|----------------------------|--------|----------|---------|----------------------------|--------|--------|---------|----------------------------|-------|-------|
| | PIB | Valor de las transacciones | % | FBKF | PIB | Valor de las transacciones | % | FBKF | PIB | Valor de las transacciones | % | FBKF |
| 1995 | 7245.8 | 6917.7 | 95 | 1028.2 | 568.63 | 366.3 | 64.43 | 98.4 | 317.06 | 90.7 | 29 | - |
| 1996 | 7,576.1 | 8,451.7 | 111.6 | 1,101.5 | 585.1 | 487.0 | 83.23 | 102.65 | 334.72 | 106.8 | 32 | 57.62 |
| 1997 | 8,083.40 | 10,730.60 | 132.70 | 1,173.00 | 618.3 | 567.6 | 91.80 | 114.5 | 402.8 | 156.6 | 38.90 | 78.7 |
| 1998 | 8,510.7 | 12,647.9 | 148.6 | 1,307.8 | 617.2 | 543.4 | 88.05 | 118.0 | 414.8 | 91.7 | 22.1 | 88.3 |
| 1999 | 9,256.10 | 16,733.00 | 180.80 | 1,578.00 | 644.8 | 789.2 | 122.40 | 125.6 | 446.3 | 154 | 34.50 | 101.6 |
| 2000 | 9,963.10 | 15,214.60 | 152.70 | 1,778.20 | 711.1 | 770.1 | 108.30 | 140.8 | 574.5 | 125.2 | 21.80 | 120.1 |
| 2001 | 10,082.20 | 13,826.60 | 137.10 | 1,646.30 | 705.2 | 611.5 | 86.70 | 139.8 | 617.8 | 126.3 | 20.40 | 121.2 |
| 2002 | 10,480.8 | 11,055.5 | 105.5 | - | 737.6 | 570.2 | 77.31 | 145.1 | 592.6 | 103.9 | 17.5 | 111.9 |
| 2003 | 10,480.8 | 1,143.6 | 128.6 | 2,025.4 | 866.8 | 888.7 | 102.52 | 169.3 | 626.1 | 122.5 | 19.6 | 120.9 |
| 2004 | 11,734.3 | 16,323.5 | 139.1 | 2,245.2 | 1,071.9 | 1,177.5 | 109.85 | 215.2 | 677.8 | 171.9 | 25.4 | 136.8 |
| 2005 | 12,487.2 | 17,437.7 | 139.6 | 2,486.5 | 1,175.4 | 1,482.2 | 126.10 | 240.5 | 777.0 | 239.1 | 30.8 | 150.0 |
| 2006 | 13,246.6 | 19,569.0 | 147.7 | 2,594.2 | 1,236.8 | 1,700.7 | 137.51 | 265.6 | 845.6 | 348.3 | 41.2 | 172.5 |
| 2007 | 13,807.6 | 19,664.5 | 142.4 | - | 1,436.1 | 2,186.6 | 152.26 | - | 1,022.8 | 397.7 | 38.9 | - |
| 2008 | 14,441.4 | 11,457.9 | 79.3 | - | 1,499.6 | 1,033.4 | 68.92 | - | 1,088.1 | 234.1 | 21.5 | - |
| 2009 | 14,119.1 | 15,077.3 | 106.8 | - | 1,336.1 | 1,676.8 | 125.50 | - | 874.8 | 352.0 | 40.2 | - |
| 2010 | 14,624.2 | 17,283.5 | 118.2 | - | 1,563.7 | 2,170.4 | 138.80 | - | 1,004.0 | 454.3 | 45.3 | - |
| 2011 | 15,064.8 | 15,640.7 | 103.8 | - | 1,758.7 | 1,912.1 | 108.72 | - | 1,185.2 | 408.7 | 34.5 | - |

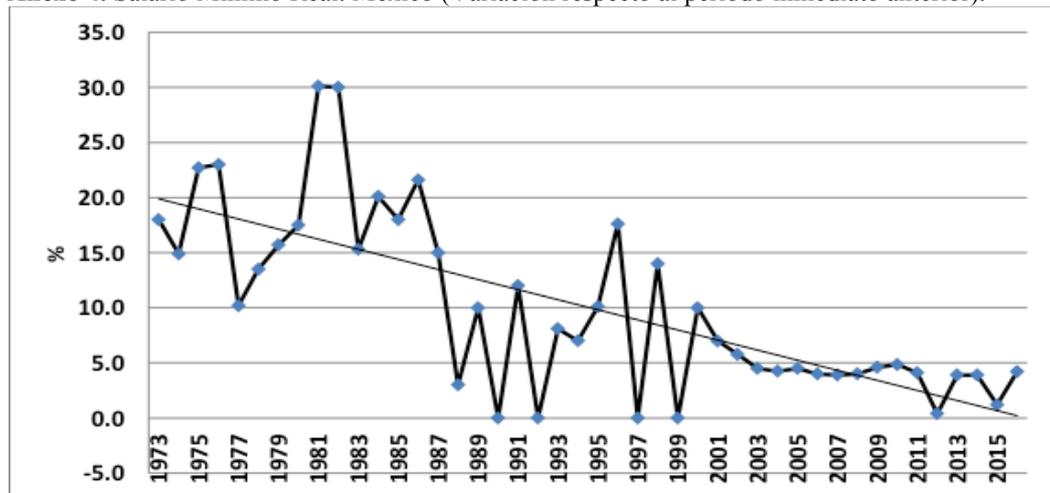
Fuente: Elaboración propia con base en IMF Statistic Reports (1996-2012).

Anexo 3. Índice de cotizaciones de las principales Bolsas de América.



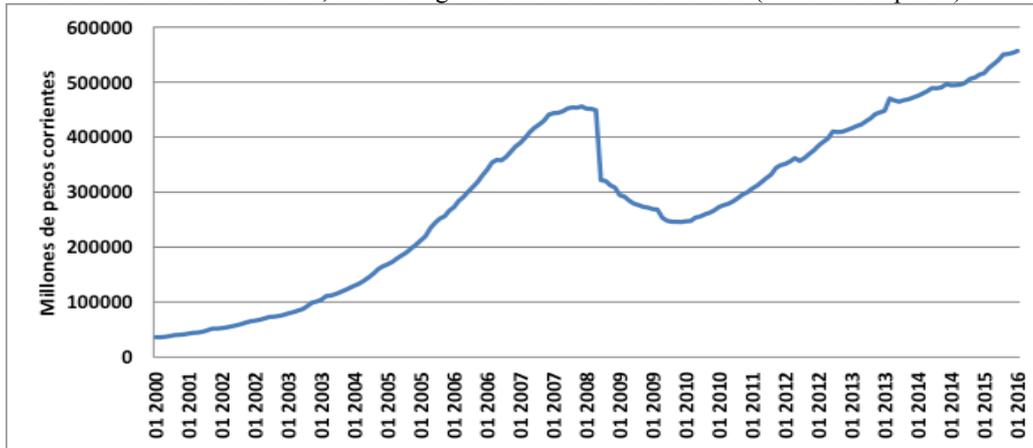
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la CNBV (2016).

Anexo 4. Salario Mínimo Real. México (Variación respecto al periodo inmediato anterior).



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2016).

Anexo 5. Crédito al consumo, cartera vigente vía la banca comercial (millones de pesos).



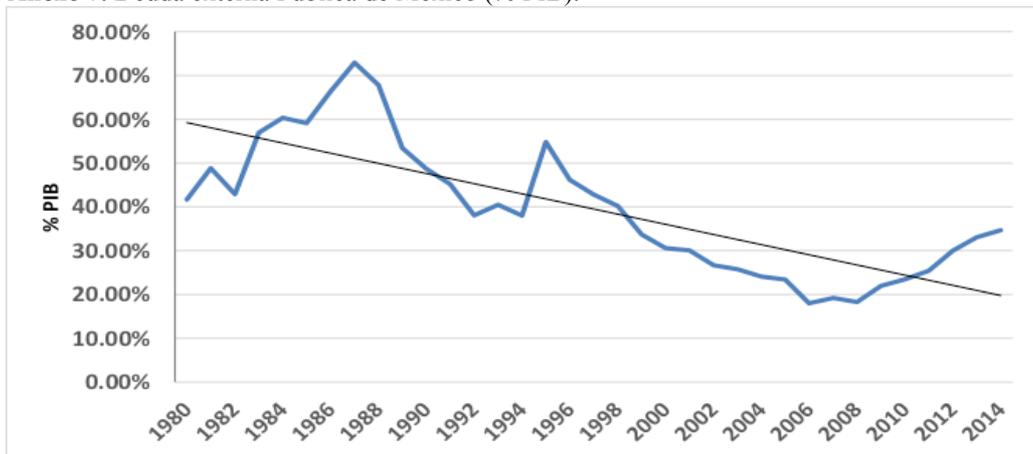
Fuente: Elaboración propia con base en las series históricas del Banco de México (2016).

Anexo 6. Crédito al consumo, cartera vencida vía la banca comercial (millones de pesos).



Fuente: Elaboración propia con base en las series históricas del Banco de México (2016).

Anexo 7. Deuda externa Pública de México (% PIB).



Fuente: Elaboración propia con base en Reportes estadísticos del Banco de México (2016).

Anexo 8. Total de reservas internacionales.

| Año | Total (MDD) |
|------------|--------------------|
| 1995 | 15 741 |
| 1996 | 17 509 |
| 1997 | 28 175 |
| 1998 | 30 139 |
| 1999 | 30 733 |
| 2000 | 33 554 |
| 2001 | 40 091 |
| 2002 | 47 931 |
| 2003 | 57 383 |
| 2004 | 61 496 |
| 2005 | 68 668 |
| 2006 | 67 679 |
| 2007 | 77 894 |
| 2008 | 85 186 |
| 2009 | 90 837 |
| 2010 | 113 596 |
| 2011 | 142 475 |
| 2012 | 163 225 |
| 2013 | 176 586 |
| 2014 | 193 088 |
| 2015 | 176 735 |
| 2016 | 177 664 |

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores económicos 2012.

Anexo 9. PIB Manufacturero, crédito al consumo, importaciones de bienes de consumo (I.B.C.) y déficit manufacturero sin maquila.

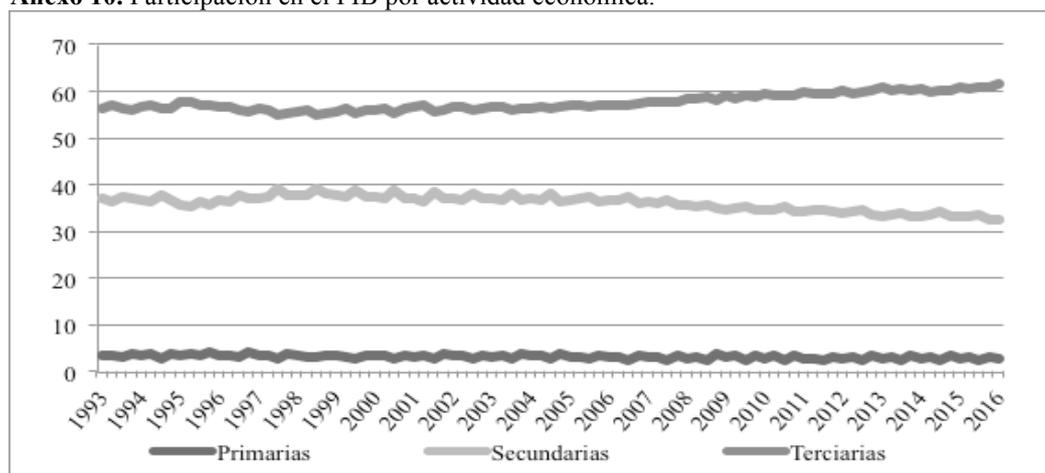
| | Tasa de crecimiento | | | Déficit Man. s/m* |
|---------------|----------------------------|---------------------------|--------------|--------------------------|
| | PIB Manufactura | Crédito al consumo | I.B.C | |
| 2000 | 6.9 | 25.6 | 37.1 | -34334 |
| 2001 | -3.8 | 33.4 | 18.3 | -33610 |
| 2002 | -0.7 | 37.8 | 7.2 | -33206 |
| 2003 | -1.3 | 45.2 | 1.6 | -33472 |
| 2004 | 4 | 48.7 | 18.1 | -39911 |
| 2005 | 1.4 | 53.3 | 24 | -44733 |
| 2006 | 4.7 | 43.5 | 17.1 | -49606 |
| 2007 | 0.9 | 25.7 | 16.7 | - |
| 2008** | 3.7 | -4.5 | 13.5 | - |

Fuente: Elaboración propia con base en INEGI y Banco de México. Indicadores económicos, varios años.

* Millones de pesos

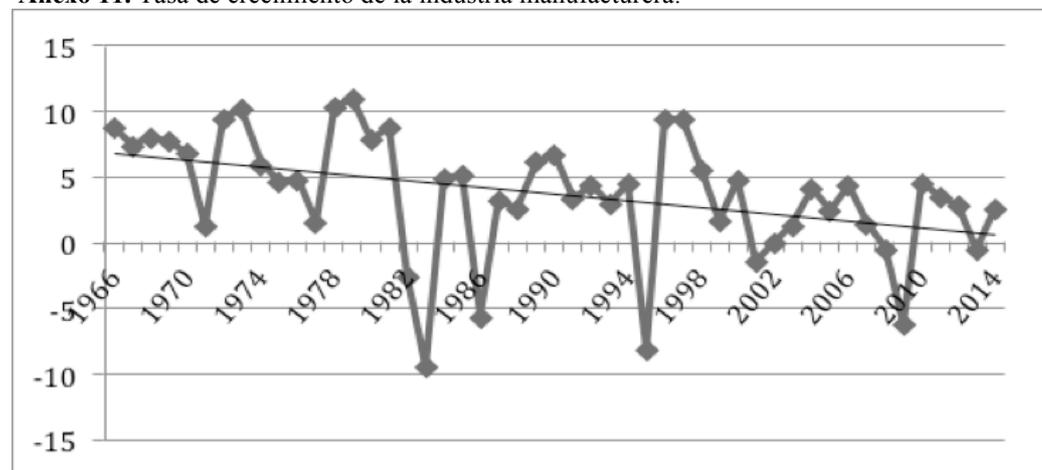
** Tasas de crecimiento del 2do. trimestre respecto al mismo trimestre del año anterior.

Anexo 10. Participación en el PIB por actividad económica.



Fuente: Elaboración propia con base en INEGI (2013).

Anexo 11. Tasa de crecimiento de la industria manufacturera.



Fuente: Elaboración propia con base en CEPAL, Anuario estadístico de América Latina y el Caribe (2015).

Anexo 12. Coeficiente de Formación bruta de capital fijo.

| 1980 | 1985 | 1990 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 24.2 | 17.5 | 19 | 21.5 | 22.3 | 23.1 | 21.9 | 21.3 |

Fuente: Elaboración propia con base en CEPAL. Anuario estadístico (2004).

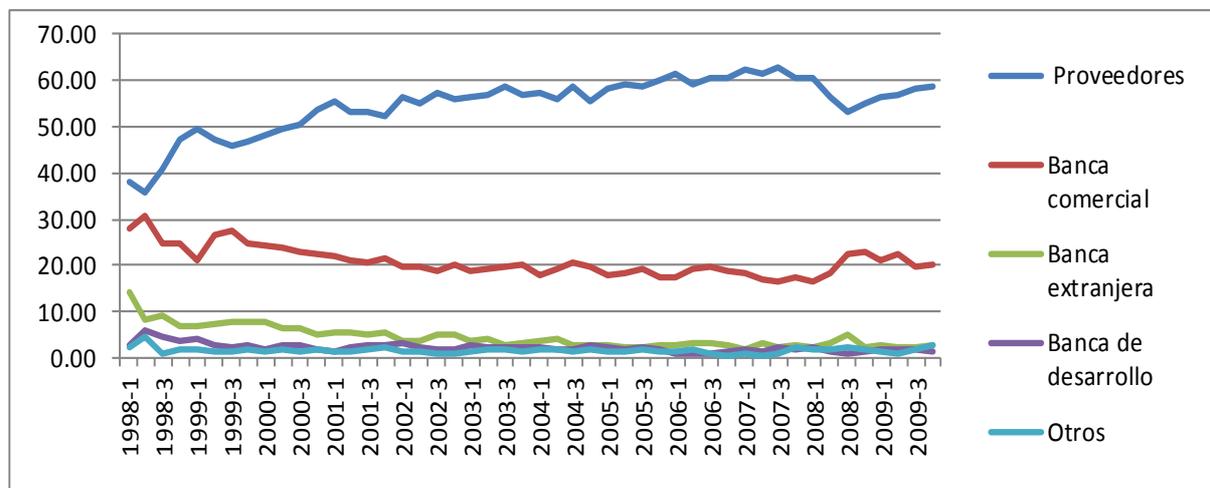
Anexo 13. Títulos de deuda emitidos en el mercado local (1 de julio de 2016).

| Sectores | MMP | % del Total |
|---|------------|--------------------|
| Total | 9356.7 | 100.0 |
| Emisiones del sector público | 7349.6 | 78.5 |
| Instituciones no financieras públicas | 327.0 | 3.5 |
| Instituciones financieras públicas | 1387.3 | 14.8 |
| Banco de desarrollo | 545.5 | 5.8 |
| Gobierno Federal | 4995.4 | 53.4 |
| Estados y municipios | 94.4 | 1.0 |
| Emisiones del sector privado | 1061.7 | 11.3 |
| Instituciones no financieras privadas | 408.7 | 4.4 |
| Instituciones financieras privadas | 653.0 | 7.0 |
| Banca comercial | 477.5 | 5.1 |
| Instituciones financieras privadas no bancarias | 175.5 | 1.9 |
| Emisiones de no residentes | 13.2 | 0.1 |

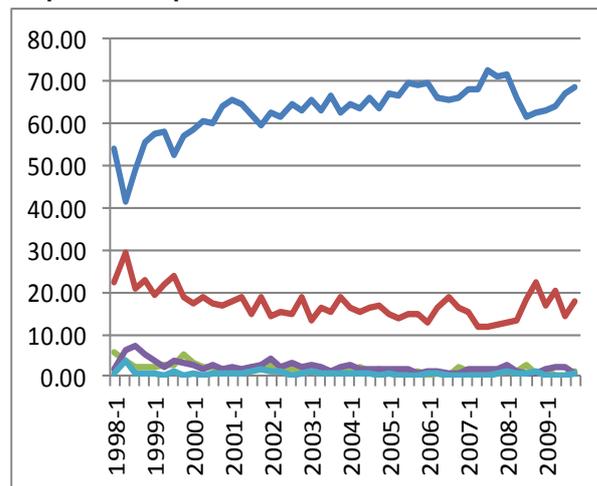
Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2016).

Anexo 14. Opciones de financiamiento según tamaño de empresa, 1998-2009. Antigua metodología (como porcentaje del total).

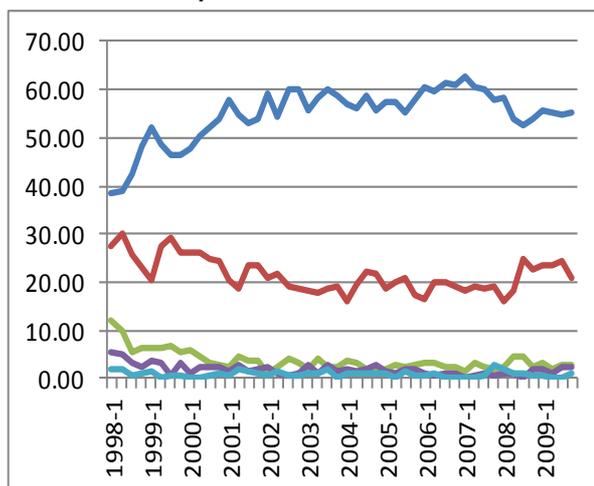
Total de empresas



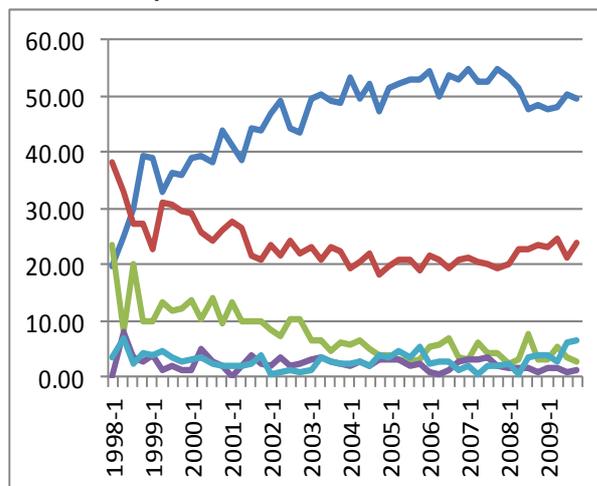
Pequeñas empresas



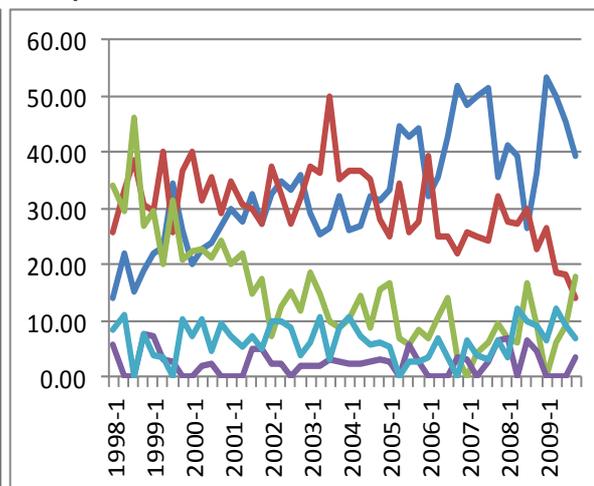
Medianas empresas



Grandes empresas

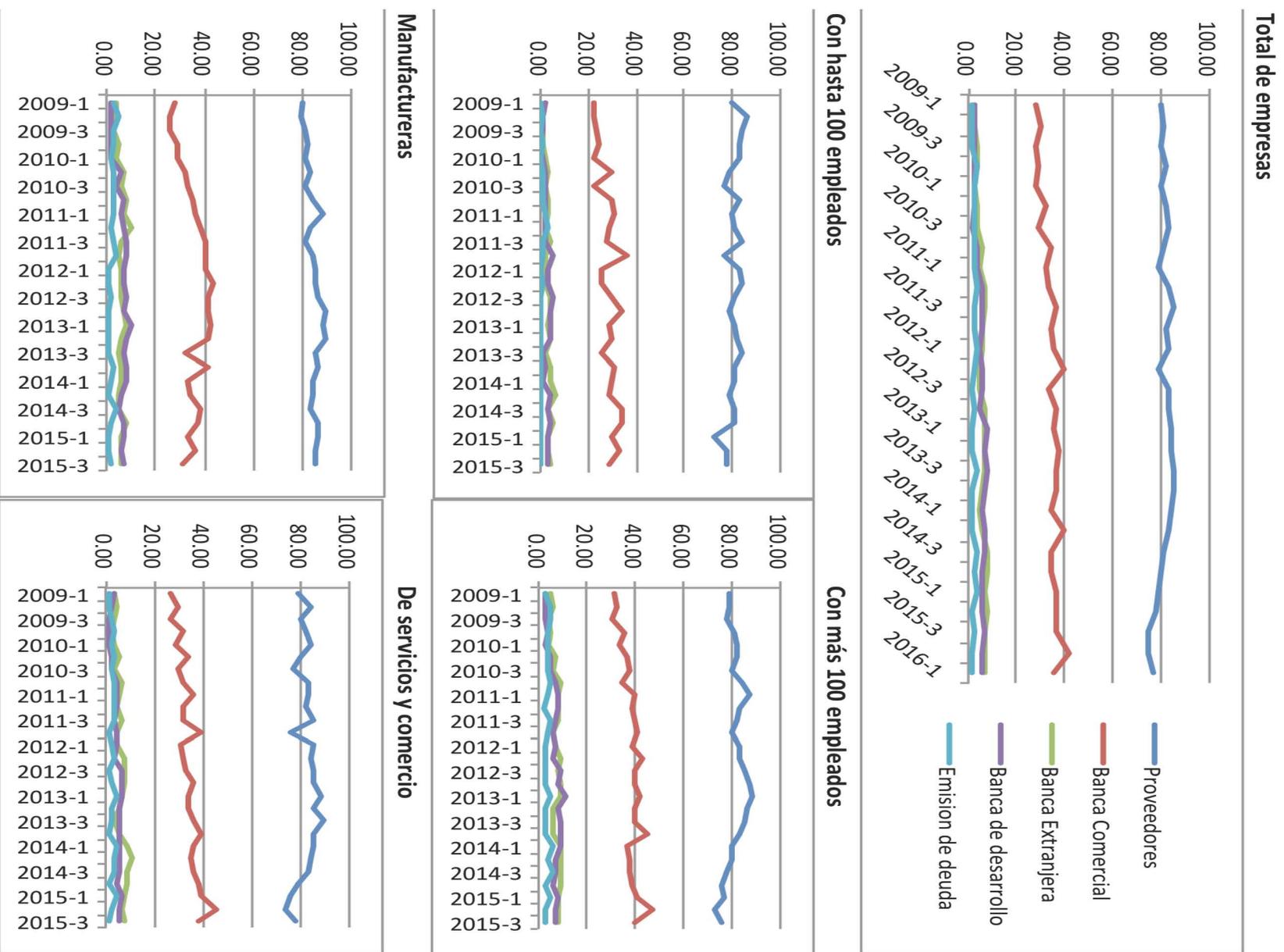


Empresas AAA



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio. (2016).

Anexo 15. Opciones de financiamiento según tamaño y tipo de empresa, 2009-2016. Nueva metodología (como porcentaje del total).



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México, Encuesta de evaluación coyuntural del mercado crediticio. (2016).

Anexo 16. Participación de los mayores acreditados sobre el total de créditos comerciales (2014).

| | Número de acreditados | 50 Mayores | 100 mayores | 300 mayores |
|-------------------------|-----------------------|------------|-------------|-------------|
| Banca extranjera | | | | |
| BBVA Bancomer | 300 | 46.55 | 56.39 | 72.62 |
| Banamex | 300 | 74.74 | 81.66 | 90.53 |
| HSBC | 300 | 62.25 | 70.88 | 81.64 |
| Santander | 300 | 55.42 | 64.34 | 76.76 |
| Scotiabank | 300 | 62.68 | 77.84 | 94.94 |
| GE Money | 34 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| Tokio-Mitsubishi UFJ | 33 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| Bank of America | 32 | 100.02 | n.a. | n.a. |
| I.N.G Bank | 15 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| ABN Amor | 27 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| Banca nacional | | | | |
| Mercantil del norte | 300 | 45.97 | 56.39 | 69.92 |
| Inbursa | 300 | 75.38 | 87.95 | 97.83 |
| Interacciones | 300 | 79.98 | 88.80 | 97.10 |
| IXE | 300 | 65.30 | 81.64 | 96.52 |
| Del Bajío | 300 | 35.25 | 46.67 | 67.48 |
| Afirme | 300 | 56.45 | 71.63 | 89.72 |
| Mifel | 300 | 46.82 | 63.42 | 89.30 |
| Ve por Más | 300 | 32.16 | 46.43 | 75.92 |
| Bansi | 300 | 78.20 | 87.60 | 95.87 |
| Banco Azteca | 300 | 68.82 | 69.23 | 70.32 |
| Invex | 207 | 72.92 | 90.94 | n.a. |
| Banregio | 200 | 31.25 | 43.28 | n.a. |
| Multiva | 120 | 91.56 | 99.99 | n.a. |
| Monex | 67 | 98.23 | n.a. | n.a. |
| Autofin | 26 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| Amigo | 8 | 100.00 | n.a. | n.a. |
| J.P. Morgan | 6 | 100.00 | n.a. | n.a. |

Fuente: Elaboración propia con base en Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2016).

Anexo 17. Pruebas de raíz unitaria

Panel unit root test: Summary

Series: **CINVP**

Sample: 1996Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

User specified lags at: 0

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|-----------|---------|----------------|------|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -37.3813 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -34.2730 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| ADF - Fisher Chi-square | 609.508 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| PP - Fisher Chi-square | 610.992 | 0.0000 | 20 | 1560 |

Panel unit root test: Summary
 Series: **UTIPLAN**
 Sample: 1996Q1 2015Q4
 Exogenous variables: Individual effects
 User specified lags at: 0
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|-----------|---------|----------------|------|
| <u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u> | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -20.0548 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| <u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u> | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -19.2496 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| ADF - Fisher Chi-square | 406.289 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| PP - Fisher Chi-square | 410.754 | 0.0000 | 20 | 1560 |

Panel unit root test: Summary
 Series: **CVTAS(-1)**
 Sample: 1996Q1 2015Q4
 Exogenous variables: Individual effects
 User specified lags at: 0
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|-----------|---------|----------------|------|
| <u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u> | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -2.48993 | 0.0064 | 20 | 1541 |
| <u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u> | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -11.0064 | 0.0000 | 20 | 1541 |
| ADF - Fisher Chi-square | 203.021 | 0.0000 | 20 | 1541 |
| PP - Fisher Chi-square | 224.598 | 0.0000 | 20 | 1541 |

Panel unit root test: Summary
 Series: **PROVCTOS**
 Sample: 1996Q1 2015Q4
 Exogenous variables: Individual effects
 User specified lags at: 0
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|-----------|---------|----------------|------|
| <u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u> | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -4.01537 | 0.0000 | 20 | 1560 |
| <u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u> | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 55.2644 | 0.0548 | 20 | 1560 |
| PP - Fisher Chi-square | 54.4618 | 0.0633 | 20 | 1560 |

Panel unit root test: Summary
 Series: **CYFIN(-1)**
 Sample: 1996Q1 2015Q4
 Exogenous variables: Individual effects
 User specified lags at: 0
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|--|-----------|---------|----------------|------|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -1.89807 | 0.0288 | 20 | 1541 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -11.1750 | 0.0000 | 20 | 1541 |
| ADF - Fisher Chi-square | 207.622 | 0.0000 | 20 | 1541 |
| PP - Fisher Chi-square | 223.705 | 0.0000 | 20 | 1541 |

Fuente: Elaboración propia con el software Econometric Views 6.0

Anexo 18. Pruebas de causalidad de Granger

Pairwise Granger Causality Tests
 Sample: 1996Q1 2015Q4
 Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Prob. |
|---------------------------------------|------|-------------|--------|
| UTIPLAN does not Granger Cause CINVP | 1540 | 15.9633 | 1.E-07 |
| CINVP does not Granger Cause UTIPLAN | | 1.74836 | 0.1744 |
| UTIACT does not Granger Cause CINVP | 1537 | 0.30231 | 0.7392 |
| CINVP does not Granger Cause UTIACT | | 0.24965 | 0.7791 |
| UTIK does not Granger Cause CINVP | 1540 | 0.61663 | 0.5399 |
| CINVP does not Granger Cause UTIK | | 3.83655 | 0.0218 |
| CVTAS does not Granger Cause CINVP | 1540 | 5.74337 | 0.0033 |
| CINVP does not Granger Cause CVTAS | | 2.22239 | 0.1087 |
| CVTASAN does not Granger Cause CINVP | 1540 | 4.95565 | 0.0072 |
| CINVP does not Granger Cause CVTASAN | | 0.04606 | 0.9550 |
| PROVPAS does not Granger Cause CINVP | 1537 | 0.71865 | 0.4876 |
| CINVP does not Granger Cause PROVPAS | | 0.66181 | 0.5161 |
| PROVCTOS does not Granger Cause CINVP | 1540 | 0.07111 | 0.9314 |
| CINVP does not Granger Cause PROVCTOS | | 4.69962 | 0.0092 |
| DEUPAS does not Granger Cause CINVP | 1540 | 0.59166 | 0.5535 |
| CINVP does not Granger Cause DEUPAS | | 3.53587 | 0.0294 |
| CYFIN does not Granger Cause CINVP | 1540 | 0.72560 | 0.4842 |
| CINVP does not Granger Cause CYFIN | | 0.01690 | 0.9832 |
| UTIACT does not Granger Cause UTIPLAN | 1537 | 0.39396 | 0.6744 |
| UTIPLAN does not Granger Cause UTIACT | | 2.80950 | 0.0605 |
| UTIK does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 5.78080 | 0.0032 |
| UTIPLAN does not Granger Cause UTIK | | 8.71249 | 0.0002 |

| | | | |
|---|------|---------|--------|
| CVTAS does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 0.51120 | 0.5999 |
| UTIPLAN does not Granger Cause CVTAS | | 3.30299 | 0.0370 |
| CVTASAN does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 2.57573 | 0.0764 |
| UTIPLAN does not Granger Cause CVTASAN | | 5.82217 | 0.0030 |
| PROVPAS does not Granger Cause UTIPLAN | 1537 | 11.4177 | 1.E-05 |
| UTIPLAN does not Granger Cause PROVPAS | | 1.00135 | 0.3676 |
| PROVCTOS does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 2.24483 | 0.1063 |
| UTIPLAN does not Granger Cause PROVCTOS | | 1.98972 | 0.1371 |
| DEUPAS does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 1.22779 | 0.2932 |
| UTIPLAN does not Granger Cause DEUPAS | | 3.06690 | 0.0469 |
| CYFIN does not Granger Cause UTIPLAN | 1540 | 1.04239 | 0.3529 |
| UTIPLAN does not Granger Cause CYFIN | | 1.41687 | 0.2428 |
| UTIK does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 6.33009 | 0.0018 |
| UTIACT does not Granger Cause UTIK | | 5.41334 | 0.0045 |
| CVTAS does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 3.65251 | 0.0262 |
| UTIACT does not Granger Cause CVTAS | | 1.46979 | 0.2303 |
| CVTASAN does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 0.15831 | 0.8536 |
| UTIACT does not Granger Cause CVTASAN | | 0.09987 | 0.9050 |
| PROVPAS does not Granger Cause UTIACT | 1534 | 0.41088 | 0.6631 |
| UTIACT does not Granger Cause PROVPAS | | 0.01648 | 0.9837 |
| PROVCTOS does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 0.68652 | 0.5035 |
| UTIACT does not Granger Cause PROVCTOS | | 0.03856 | 0.9622 |
| DEUPAS does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 0.42159 | 0.6561 |
| UTIACT does not Granger Cause DEUPAS | | 0.19785 | 0.8205 |
| CYFIN does not Granger Cause UTIACT | 1537 | 0.71244 | 0.4906 |
| UTIACT does not Granger Cause CYFIN | | 0.10056 | 0.9043 |
| CVTAS does not Granger Cause UTIK | 1540 | 136.307 | 3.E-55 |
| UTIK does not Granger Cause CVTAS | | 3.60372 | 0.0275 |
| CVTASAN does not Granger Cause UTIK | 1540 | 1.88891 | 0.1516 |
| UTIK does not Granger Cause CVTASAN | | 0.31507 | 0.7298 |
| PROVPAS does not Granger Cause UTIK | 1537 | 2.56528 | 0.0772 |
| UTIK does not Granger Cause PROVPAS | | 2.93645 | 0.0534 |
| PROVCTOS does not Granger Cause UTIK | 1540 | 0.79258 | 0.4529 |
| UTIK does not Granger Cause PROVCTOS | | 0.26152 | 0.7699 |
| DEUPAS does not Granger Cause UTIK | 1540 | 2.24256 | 0.1065 |
| UTIK does not Granger Cause DEUPAS | | 7.46285 | 0.0006 |
| CYFIN does not Granger Cause UTIK | 1540 | 1.45038 | 0.2348 |
| UTIK does not Granger Cause CYFIN | | 3.34118 | 0.0357 |
| CVTASAN does not Granger Cause CVTAS | 1540 | 0.41667 | 0.6593 |
| CVTAS does not Granger Cause CVTASAN | | 0.01697 | 0.9832 |
| PROVPAS does not Granger Cause CVTAS | 1537 | 14.4103 | 6.E-07 |
| CVTAS does not Granger Cause PROVPAS | | 3.79634 | 0.0227 |

| | | | |
|---|------|---------|--------|
| PROVCTOS does not Granger Cause CVTAS | 1540 | 0.07281 | 0.9298 |
| CVTAS does not Granger Cause PROVCTOS | | 0.43260 | 0.6489 |
| DEUPAS does not Granger Cause CVTAS | 1540 | 19.5847 | 4.E-09 |
| CVTAS does not Granger Cause DEUPAS | | 13.0070 | 3.E-06 |
| CYFIN does not Granger Cause CVTAS | 1540 | 0.89520 | 0.4087 |
| CVTAS does not Granger Cause CYFIN | | 2.92006 | 0.0542 |
| PROVPAS does not Granger Cause CVTASAN | 1537 | 4.13842 | 0.0161 |
| CVTASAN does not Granger Cause PROVPAS | | 20.3326 | 2.E-09 |
| PROVCTOS does not Granger Cause CVTASAN | 1540 | 0.61512 | 0.5407 |
| CVTASAN does not Granger Cause PROVCTOS | | 0.31936 | 0.7267 |
| DEUPAS does not Granger Cause CVTASAN | 1540 | 0.46773 | 0.6265 |
| CVTASAN does not Granger Cause DEUPAS | | 0.27341 | 0.7608 |
| CYFIN does not Granger Cause CVTASAN | 1540 | 0.41556 | 0.6600 |
| CVTASAN does not Granger Cause CYFIN | | 1.10213 | 0.3324 |
| PROVCTOS does not Granger Cause PROVPAS | 1537 | 7.09939 | 0.0009 |
| PROVPAS does not Granger Cause PROVCTOS | | 0.62412 | 0.5359 |
| DEUPAS does not Granger Cause PROVPAS | 1537 | 0.23258 | 0.7925 |
| PROVPAS does not Granger Cause DEUPAS | | 0.06571 | 0.9364 |
| CYFIN does not Granger Cause PROVPAS | 1537 | 1.03458 | 0.3556 |
| PROVPAS does not Granger Cause CYFIN | | 0.28635 | 0.7510 |
| DEUPAS does not Granger Cause PROVCTOS | 1540 | 0.50176 | 0.6056 |
| PROVCTOS does not Granger Cause DEUPAS | | 0.23263 | 0.7925 |
| CYFIN does not Granger Cause PROVCTOS | 1540 | 1.31228 | 0.2695 |
| PROVCTOS does not Granger Cause CYFIN | | 0.17161 | 0.8423 |
| CYFIN does not Granger Cause DEUPAS | 1540 | 14.4998 | 6.E-07 |
| DEUPAS does not Granger Cause CYFIN | | 12.8867 | 3.E-06 |

Fuente: Elaboración propia con el software Econometric Views 6.0

Anexo 19. Matriz de correlación.

| | UTIPLAN | CVTAS(-1) | PROVCTOS | CYFIN(-1) |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| UTIPLAN | 1.0000000 | 0.035345 | -0.115892 | 0.021633 |
| CVTAS(-1) | 0.035345 | 1.0000000 | -0.059148 | -0.048337 |
| PROVCTOS | -0.115892 | -0.059148 | 1.0000000 | 0.002955 |
| CYFIN(-1) | 0.021633 | -0.048337 | 0.002955 | 1.0000000 |

Fuente: Elaboración propia con el software Econometric Views 6.0