



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

PROGRAMA ÚNICO DE ESPECIALIZACIONES EN ECONOMÍA

**“Elementos para una caracterización de la financiarización en economías
emergentes: El caso de México”**

ENSAYO

PARA OBTENER EL GRADO DE:

Especialista en Economía Monetaria y Financiera

Presenta:

Sol María Chávez León

Tutor:

Dr. Manuel Sánchez Valadez

Ciudad Universitaria, Cd. Mx, Junio de 2020



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.

Contenido

Introducción.....	3
1. El marco conceptual de la financiarización.....	4
1.1. Financiarización subordinada	13
2. Aspectos empíricos relevantes de la financiarización en países emergentes y en desarrollo	14
2.1 Dimensión internacional.....	14
a) Flujos internacionales de capital	15
b) Acumulación de reservas internacionales.....	19
c) Emisión de Deuda pública	22
2.2 Dimensión interna de la financiarización	24
3. La ‘financiarización subordinada’ en México.....	26
3.1 Dimensión Internacional.....	26
a) Flujos de capital	26
b) Acumulación de Reservas.....	27
b) Emisión de deuda pública	31
3.2 Dimensión Interna.....	32
a) Comportamiento de la banca mexicana	32
b) Comportamiento de las empresas	38
c) Comportamiento de los hogares.....	42
4. Conclusiones.....	45
5. Bibliografía.....	48

Introducción

El presente ensayo se enmarca en la temática de la *financiarización*, un concepto relativamente nuevo que actualmente se utiliza para describir la creciente presencia y predominio de las finanzas a nivel global como un proceso que se ha ido desplegando durante al menos las últimas cuatro décadas y que representa la faceta más reciente de desarrollo de la economía contemporánea.

Desde esta perspectiva, los teóricos de la financiarización conciben el comienzo del siglo XXI como un periodo excepcional para las finanzas no únicamente en términos de precios y volumen de transacciones, sino también en términos de influencia y dominio, es decir, un escenario histórico determinado por el notable crecimiento del sector financiero tanto en términos de tamaño como de rentabilidad¹. Aunque, paradójicamente, esta habría sido una cuestión que sólo se dimensionó en toda su amplitud luego del estallido de la burbuja hipotecaria del 2008, crisis que puso en evidencia el cambio efectuado dentro de la organización y conducta del sistema económico mundial, donde el sector financiero no únicamente se posicionó como un espacio fundamental de articulación y de obtención de beneficios, sino también como una fuente importante de inestabilidad dentro de la dinámica económica.

Bajo este marco, el interés de la investigación consiste en explorar el concepto de la financiarización abordando algunos de sus aspectos teóricos y empíricos más relevantes desde la posición específica de los países emergentes y en desarrollo, tomando como referencia el caso de México. El análisis pretende enfatizar en el evento de la crisis hipotecaria del 2008 y otros aspectos económicos destacados que contribuyan a esclarecer la existencia o no de una tendencia hacia la financiarización.

Con este objetivo, el ensayo se divide en cuatro partes: la primera, presenta una síntesis general del concepto de financiarización, y establece además las diferencias entre economías desarrolladas y emergentes; la segunda parte proporciona una visión general de los hechos empíricos clave que se han asociado con la financiarización en los países emergentes y en

¹ Para una descripción detallada sobre la expansión histórica del sector financiero ver los estudios de: G. Arrighi, *El largo siglo XX* (1999); O. Organhazi. *Financialization and the U.S economy* (2008) y G. Duménil y D. Levy, *The Crisis of Neoliberalism* (2011).

desarrollo; la tercera parte aborda una breve revisión del proceso de financiarización en el caso específico de México, y finalmente, en la última parte se presentan las conclusiones.

1. El marco conceptual de la financiarización

Si bien la financiarización aparece como una expresión simple de la creciente presencia de las finanzas dentro de la economía global, un acercamiento más profundo nos conduce a una serie de cuestiones mucho más complejas que tienen que ver con el papel que actualmente desempeña el sector financiero.

Dentro de la literatura económica, el término “financiarización” surgió por primera vez en la década de 1990² y desde entonces se ha utilizado cada vez con mayor frecuencia. La financiarización contiene un amplio espectro de interpretaciones económicas procedentes de diversos enfoques heterodoxos como: el poskeynesianismo, el regulacionismo y parte de la economía política marxista, principalmente. De manera que su conceptualización se considera generalmente fuera de los márgenes del *mainstream* económico convencional.

Entre las definiciones más amplias y citadas, se encuentra la de Epstein (2005: 3), quien sostiene que la financiarización puede definirse a grandes rasgos como: “el creciente papel de los motivos financieros, los mercados financieros, los agentes y las instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales”, una definición poskeynesiana que para muchos autores constituye el punto de partida inicial.

Sin embargo, entre los antecedentes más tempranos, Magdoff y Sweezy destacan como dos de los autores más relevantes en sentar los precedentes de la teoría de la financiarización en su investigación sobre la estanflación económica estadounidense durante los años ochenta, donde se pronostica el progresivo ascenso de las finanzas en el escenario económico mundial (Foster, 2007). Asimismo, la noción de Magdoff y Sweezy (1987: 95) fue bastante particular en este aspecto; en su perspectiva, la expansión financiera constituía una respuesta básica al estancamiento productivo del capitalismo, cuya inflexión principal estuvo marcada por el evento histórico del shock petrolero en 1973. En este sentido, el sector financiero

² De acuerdo con Epstein (2015: 4), Kevin Phillips acuñó por primera vez este término en su libro *Boiling Point* en 1993 y un año después le dedicó un capítulo entero en su siguiente libro: *Arrogant Capital*, donde la financiarización fue definida como una divergencia prolongada entre la economía real y el sector financiero.

representaba el “escape provisional” del sistema económico frente a la caída de los niveles de rentabilidad en el sector productivo.

Debido a que los estudios sobre financiarización abordan numerosos y distintos aspectos del ascenso del sector financiero, actualmente no existe un consenso generalizado para su definición. Sin embargo, es posible encontrar algunos núcleos comunes de su conceptualización a partir de diversos enfoques y autores, donde podemos destacar cinco puntos relevantes:

[1] Primero, el proceso de financiarización representa el cambio del centro de gravedad económica de las actividades productivas hacia las actividades financieras, lo cual, se relaciona específicamente con el tamaño y la significancia de las actividades financieras respecto al sector real de la economía. De acuerdo a Orhangazi (2008:11-12), en el 2005 el valor de los activos financieros mundiales (renta variable, títulos de deuda gubernamentales, corporativos y depósitos bancarios) alcanzó un valor aproximado de \$us 140 mil millones, desde \$us 12 mil millones registrados en 1980, mientras que, para el caso específico de los Estados Unidos, la rentabilidad de las empresas financieras marcó alturas históricas con respecto a la rentabilidad de las empresas no financieras desde principios de los 2000.

A nivel macroeconómico, Palley (2013:17-18) encuentra, que el ascenso financiero de las últimas décadas ha estado acompañado por una notable ralentización del crecimiento del sector real de la economía global, una tendencia que se observa sobre todo en el descenso relativo del crecimiento del PIB real de países desarrollados como Estados Unidos, Reino Unido y Japón, entre otros. Adicionalmente, Lapavitsas (2013: 28), destaca la gran magnitud alcanzada por los mercados derivados, donde el valor nocional en circulación del mercado global extrabursátil habría ido duplicando su crecimiento cada dos a tres años desde 1980 hasta la primera década del 2000.

Por otro lado, pese a que el término de financiarización no cabe como categoría conceptual en el *mainstream* económico, el enfoque neoclásico moderno de autores como Levine (2006) destacan, asimismo, la creciente expansión de las actividades financieras desde finales del siglo XX. Según Levine, el sistema financiero surge precisamente para ralentizar las fricciones de los mercados e influenciar en los niveles de ahorro, inversión y crecimiento, de modo que la expansión financiera puede ser vista más bien como un resultado natural del

proceso de desarrollo económico y que actualmente se encuentra en pleno proceso de despliegue. No obstante, a diferencia de los teóricos de la financiarización, la perspectiva de Levine establece una relación positiva entre: finanzas, desarrollo económico y bienestar.

[2] Segundo, la financiarización destaca el surgimiento de un nuevo segmento de *administradores de dinero* o *clase social gerencial* que caracteriza la consolidación de un sector hegemónico financiero a través de una reconfiguración importante de las funciones y poderes dentro del sistema económico.

El término de *administradores de dinero*, acuñado por Minsky (1996), se refiere precisamente a todas aquellas instituciones y organizaciones financieras que surgieron a partir de 1980 en búsqueda de ganancias altamente apalancadas, tales como: los fondos mutuos del mercado monetario, fondos soberanos, fondos de pensiones, etc., los cuales iniciaron la incorporación sistemática de los hogares dentro del sistema financiero de deudas. Desde esta perspectiva poskeynesiana, Minsky (1996: 362), sostenía que el capitalismo podía concebirse en realidad como un sistema económico dinámico cuyo elemento central en su etapa moderna era la evolución de la estructura financiera, la cual determinó la transición de un tipo de *capitalismo de financiamiento estatal y paternalista* hacia la fase contemporánea de un *capitalismo de administradores de dinero*. Una fase que constituye el resultado lógico del desarrollo de las prácticas financieras hacia formas cada vez más especulativas, que se apoyan precisamente en estas nuevas instituciones y organismos especializados, cuyo papel será determinante en la posterior formación y estallido de las burbujas financieras.

Alternativamente, el concepto de *clase gerencial* planteado desde una perspectiva de la economía política por Duménil y Lévy (2011: 13-14), manifiesta la reconfiguración actual institucional de la economía mundial que se caracteriza por el establecimiento de corporaciones e instituciones financieras encargadas específicamente del manejo de grandes portafolios de acciones y bonos, potencialmente diversificados entre varias industrias productivas.

La noción del *gerencialismo* denota precisamente el surgimiento de una nueva clase social hegemónica que, pese a no ser propietaria directa funge como “gerente” de los distintos capitales, un fenómeno específico de la dinámica interna del sistema financiero moderno. Asimismo, siendo la “clase gerencial” (*managerial class*) el agente primordial del sistema financiero, esta no puede sustentar sus actividades sin el apoyo de una planta adicional de

“personal administrativo” (*clerical personnel*), siendo la “clase gerencial” la que predomina en cuanto a las relaciones de poder y toma de decisiones económicas.

[3] Un tercer elemento, reside en que la financiarización implica un cambio en la relación entre las *empresas no financieras* y la *banca comercial*, una característica propia sobre todo de los países desarrollados, de acuerdo a Lapavitsas (2013: 37), la forma de financiamiento de este tipo de empresas ha presentado una tendencia importante a sustentarse cada vez más en operaciones directas en el mercado financiero en lugar del crédito bancario, marcando así un alejamiento y una menor dependencia de las empresas productivas respecto de la banca comercial.

En este sentido, la reestructuración del sistema bancario constituye un tema recurrente dentro de la teoría de la financiarización³, donde se intenta determinar en qué medida los bancos han pasado a tener una mayor mediación en los mercados abiertos para conseguir comisiones y beneficios a partir de este espacio, así como la creación de nuevos canales de ganancias mediante el crédito y la gestión de los ahorros y los activos financieros de hogares, siendo que la transformación de los bancos ha ido en consonancia con la expansión financiera.

No obstante, el análisis empírico de esta cuestión ha tenido que ver principalmente con el cambio en la composición del financiamiento “externo” e “interno” de las principales firmas o empresas no financieras. Sobre este aspecto, existen varios análisis en la teoría de las finanzas corporativas que abordan este fenómeno a través del *pecking order theory* (*teoría de la jerarquía financiera*), que se refiere al modo en que las empresas toman sus decisiones de financiamiento sustentadas en la existencia previa de asimetrías de información. Dentro de esta corriente, uno de los modelos más conocidos de apalancamiento corporativo realizado por Myers (1984), plantea que, debido a la existencia de selección adversa, las empresas prefieren financiarse de manera interna, es decir, a través de las ganancias no redistribuidas, aunque, también reconoce que, en un determinado punto, estas y las nuevas empresas de rápido crecimiento llegarán a necesitar de un financiamiento externo a través de emisión de deuda y acciones bursátiles. En este último caso, según Myers, la mayor parte del déficit

³ Entre algunos de los estudios destacados para países desarrollados se puede citar a Lapavitsas y Dos Santos, “Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology” *Contributions to Political Economy*, 2008, y E. Russel “New Deal banking reforms and Keynesian welfare state capitalism” *Routledge*, 2008.

financiero se compensa principalmente a través de deuda corporativa y en sólo en última instancia de acciones⁴.

Estas nociones se han ido revisando a mayor detalle en algunos estudios posteriores como los de Murray y Vidhan (2003: 241) quienes señalan que desde fines de la década de 1990 son escasas las empresas que realmente llegan a cubrir sus gastos de inversión únicamente a través del financiamiento interno, en tanto el financiamiento externo ha llegado a preponderar de manera mucho más abierta en las grandes corporaciones, así como también en las empresas pequeñas, pues contrariamente a lo que se podría suponer, las empresas pequeñas norteamericanas, comenzaron a cotizar en bolsa en mayor medida para cubrir sus gastos de inversión. En este caso, el análisis de sección cruzada sobre los flujos de caja realizada por Murray y Vindham comparan el comportamiento entre grandes y pequeñas empresas de los Estados Unidos en el periodo 1971-1998, y encuentran que, en términos relativos de proporción, las pequeñas empresas tendieron a usar mayor financiamiento de capital a través de emisiones de deuda y de acciones que las grandes empresas, de modo que las magnitudes de intervención en los mercados de deuda y de capital han sido mucho más significativas en relación a su tamaño⁵.

En otro análisis, el estudio de Beck *et al* (2008) utiliza una muestra representativa mundial de cuarenta y ocho países (tanto avanzados como en desarrollo), a partir del cual concluye que los patrones de financiamiento de las empresas son diferentes para cada país, pero donde existe una tendencia que revela que empresas grandes y pequeñas con entornos institucionales financieros más desarrollados tienen mayor acceso a un financiamiento externo con instrumentos más sofisticados, mientras que aquellas con un entorno institucional débil, pocas veces presentan la misma oportunidad. Asimismo, también argumentan que el tamaño de la empresa constituye un factor determinante en la forma de

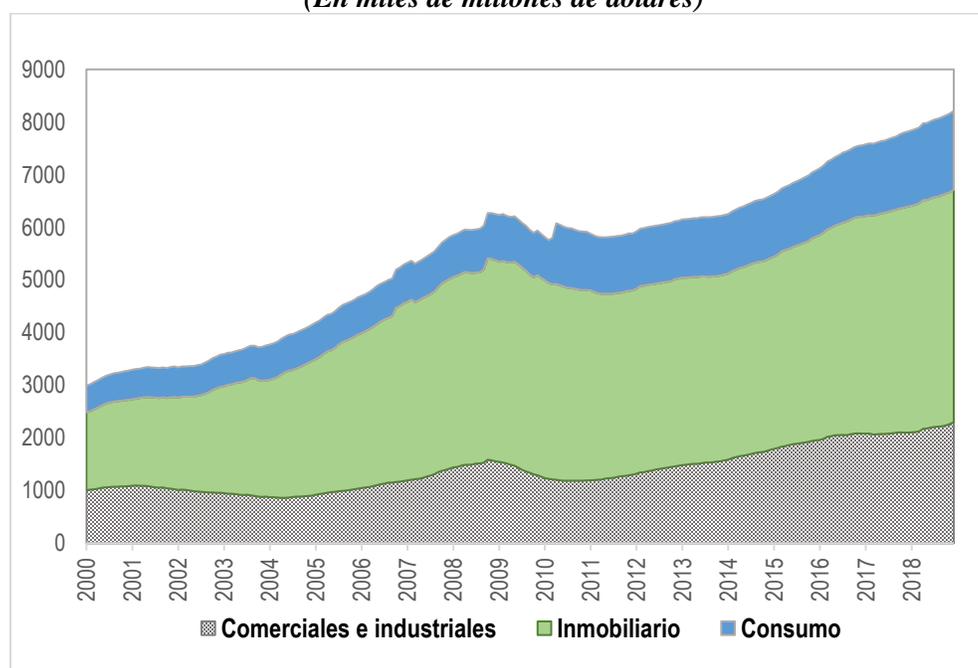
⁴ Esta preferencia se sustenta en una regla general bajo la cual se conducen las firmas: "emitir valores seguros antes que valores riesgosos", estableciendo así un orden de preferencias de financiamiento externo colocando primero la emisión de deuda, luego, los valores híbridos como los bonos convertibles, y finalmente la emisión de acciones como último recurso. Asimismo, la razón técnica sobre la que se fundamenta esta regla consiste en que las firmas eligen la emisión cuyo valor futuro cambie menos cuando la información interna del administrador se revele al mercado. Ver: Myers (1984: 583-584)

⁵ Dado que los datos de este estudio se basan en cifras anteriores a la década de los años dos mil, cabe la posibilidad de que las posteriores crisis financieras y en especial la crisis del 2008-2009, haya cambiado de manera significativa las tendencias descritas por los autores, sobre todo respecto al financiamiento de las pequeñas empresas.

financiamiento, de modo que, las empresas grandes acceden al financiamiento externo en una proporción mucho mayor respecto a las empresas medianas y pequeñas, sobre todo en lo que se refiere al crédito bancario y la emisión de deuda en el mercado financiero de capitales.

[4] Un cuarto elemento que se enfatiza dentro del proceso de financiarización consiste en el cambio efectuado dentro de la relación entre la banca comercial y los hogares, de modo que estos últimos se han involucrado cada vez más en el ámbito de las finanzas como deudores o como poseedores de activos, y a su vez, los bancos han obtenido mayores ganancias mediante el crédito y la gestión del ahorro y activos financieros de los particulares y los hogares en general (Lapavitsas, 63: 2013). Un aspecto que se observa de manera parcial en la evolución de la distribución de los activos de la banca comercial de economías desarrolladas como la de Estados Unidos.

Gráfica 1. Principales activos de la banca comercial en EE. UU.
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Reserva Federal (FRED)

Sobre este mismo aspecto Ryan *et al* (2011: 493) sostienen que al considerar los datos sobre la proporción del total de pasivos del hogar con respecto a los activos totales, la deuda total de la hipoteca de la vivienda (préstamos inmobiliarios residenciales) y el crédito al consumo como porcentaje del ingreso personal disponible, se puede advertir que para el año 2009 los hogares estadounidenses alcanzaron un nivel aproximadamente tres veces mayor de

apalancamiento que en 1950, de modo que las proporciones reflejarían una tendencia de largo plazo hacia una mayor deuda y un menor ahorro por parte de los hogares.

En este mismo sentido, luego de la crisis del 2008-2009, una buena parte de los estudios económicos destacaron la existencia de nuevos canales y relaciones del sector financiero, sobre todo en torno al papel de la enorme expansión del préstamo hipotecario y la inclusión de las capas más bajas y de menor capacidad de pago del sector de los hogares como un componente fundamental en la eventual formación y estallido de la burbuja financiera. En los términos planteados por Didier y Smuckler (2013), el modelo estadounidense de profundización financiera de los años noventa, se basó justamente en la canalización de los ahorros de los hogares hacia a los mercados de capitales, por medio del mercado minorista o a través de intermediarios financieros tales como los fondos de pensiones, los fondos mutuos y las compañías de seguros, que permitieron administrar y asignar los ahorros de este sector en diversas inversiones del mercado financiero.

Por otro lado, investigaciones como las de Dell'áriccia *et al.* (2008), proporcionaron mayor evidencia sobre como la reciente y rápida expansión crediticia en el mercado de hipotecas de alto riesgo se asoció de manera directa a la flexibilización de los estándares crediticios, es decir, la incorporación de grandes sectores de hogares que antes no tenían acceso a este tipo de activos financieros, en este caso, los autores destacan que la caída en los estándares de préstamos tuvo que ver principalmente con un problema de laxitud regulatoria durante el auge crediticio, lo cual es relevante para el debate sobre el manejo cíclico de la regulación prudencial y sobre los posibles efectos de la política monetaria sobre el riesgo de los bancos.

Por su parte, en la perspectiva heterodoxa de las finanzas, la crisis de las hipotecas *subprime* constituye la expresión más significativa de la *financiarización de los ingresos personales de los hogares*, sobre todo en lo que respecta al sistema de créditos de vivienda y de consumo, aunque también en educación, salud, pensiones y seguros, donde la banca comercial ha sido un vehículo importante de intermediación.

Históricamente, según Bellofiore (2011:105-110), los orígenes de este hecho se remiten a tres eventos iniciales importantes, en primer lugar, la aparición de los déficits gemelos en los Estados Unidos bajo la presidencia de Reagan en 1980, por otro, a la larga deflación japonesa de inicios de los noventa, y finalmente a la respuesta que tuvo la Reserva Federal (FED)

frente a la crisis del mercado de valores de 1987, donde la dirección de Greenspan dio a entender que la FED estaría dispuesta a convertirse en un prestamista último recurso mientras los mercados estuvieran en riesgo por su comportamiento especulativo.

El resultado final de estos eventos fue una gran liquidez y expansión monetaria que elevaron los precios de las acciones en los mercados financieros bajo un contexto de liberalización de capitales, lo cual inició una nueva faceta de reorganización del sector a través de la incorporación sistemática de los hogares al circuito financiero y el surgimiento de la figura masiva del “consumidor endeudado”. En este sentido, Bellofiore (2011) concluye que el desarrollo de los Estados Unidos durante la década de los años noventa se debió precisamente al consumo endeudado de las familias norteamericanas y a la deuda de los hogares financiado directa o indirectamente (origen y distribución) por los bancos. Una interpretación que complementa las explicaciones sobre la formación y el estallido de la burbuja financiera basada en el esquema de hipotecas y su relación directa con el endeudamiento de los hogares.

Paralelamente, como se menciona en el punto anterior, la economía convencional ha abordado este fenómeno como un factor relevante de la crisis financiera, sobre todo, en relación con el relajamiento de los criterios para la concesión de créditos hipotecarios y la segmentación de los conocidos títulos *prime*, *cuasi prime* y *subprime* a partir de los cuales se generaron las condiciones del riesgo moral, donde la peculiaridad fue precisamente la proporción creciente de préstamos hipotecarios que beneficiaron a deudores de exiguos ingresos y de dudoso historial crediticio (Cuevas, 2011).

Asimismo, durante los últimos años, el estudio de la participación de los hogares dentro del circuito financiero se ha abordado también a partir de la noción de *inclusión y educación financiera*, siendo este un indicador importante del proceso de profundización financiera al nivel de los hogares, donde una parte importante de los esfuerzos de los programas de desarrollo económico en los países emergentes ha implicado, entre otras cosas, expandir el acceso a los servicios financieros, fomentando a la población a una participación activa dentro de la dinámica de ahorros, crédito al consumo y transacciones financieras en general.

[5] Finalmente, como tema transversal a los anteriores puntos, se evidencia el vínculo entre el proceso de la financiarización y la propensión hacia la inestabilidad y crisis económica. Sobre este último punto y como se menciona previamente, economistas o *policymakers* en

general se han concentrado en evaluar los factores que condujeron a la crisis del 2008-2009, estableciendo políticas de prevención o al menos de reducción del impacto en las irrupciones a la estabilidad financiera. Actualmente, la reestructuración en los supuestos y elementos teóricos del *mainstream* económico incluyen de manera central la cuestión del riesgo financiero dentro del esquema de la regulación. Así, en los términos planteados por Mishkin (2011:46), una de las cinco lecciones más importantes de la crisis es la reafirmación del vínculo intrínseco existente entre la política monetaria y la estabilidad financiera, aunque la primera no pueda ser utilizada directamente como una herramienta para promover la estabilidad, en este caso, las medidas macroprudenciales para promover la estabilidad financiera se han convertido en un nuevo paradigma de la política económica.

No obstante, dentro del enfoque económico heterodoxo, las interpretaciones sobre la crisis financiera se remontan a varios años antes de década de los noventa y han hecho un mayor énfasis en el carácter sistémico de la crisis, donde las posturas del poskeynesianismo, principalmente a través de la *hipótesis de inestabilidad* de Minsky (1996), destacan en este aspecto. Esta hipótesis subraya precisamente el carácter endógeno de las crisis económicas modernas a partir de la inestabilidad financiera, un fenómeno que surge de manera interna a partir de la misma estabilidad, esta implicación sugiere básicamente que, aún si se tiene éxito en crear un sistema financiero internacional estable, pronto se tornará inestable por sus propios mecanismos.

Según Toporowski (2016: 177), el mecanismo central de la “fragilidad financiera” planteado por Minsky, toma una forma mucho más definida en la etapa de la financiarización y puede sintetizarse como el proceso de acumulación de deudas que preceden a la ruptura de la actividad de una economía capitalista de mercado, la cual está sustentada por un sofisticado sistema financiero.

Sobre este mismo aspecto, Duménil y Lévy (2011: 21-23) también remarcan la existencia regular de crisis estructurales dentro el patrón de largo plazo de la economía capitalista, como un fenómeno intrínseco a su dinámica. En este caso, la faceta histórica de la financiarización distingue a la última crisis hipotecaria como una *crisis estructural financiera*, donde la ruptura de la estabilidad económica se relaciona directamente a los efectos de los procesos de innovación tecnológica y las nuevas prácticas del sector financiero.

Dado que las cinco características mencionadas hasta aquí se refieren principalmente a un contexto que corresponde a economías desarrolladas, donde la mayor parte de las investigaciones sobre financiarización se han focalizado de manera casi exclusiva en este entorno, encontramos que el caso de las economías emergentes y en desarrollo ha sido analizado en una menor proporción y de manera menos sistemática, sin embargo, las investigaciones realizadas en este ámbito suelen presentar resultados con variaciones y diferencias significativas. En este sentido, el estudio concreto sobre este tipo de economías constituye un tema mucho más reciente y ha sido clasificado dentro del subconcepto, aún más específico, de *financiarización subordinada* que hace referencia a la posición de dependencia o de subordinación de las economías emergentes o en desarrollo dentro del circuito financiero global.

1.1. Financiarización subordinada

El término de *financiarización subordinada* ha aparecido de manera reciente en diversos estudios sobre financiarización que se concentran en el bloque de países emergentes y en desarrollo, al respecto, Jeff Powell (2013) es uno de los primeros autores en utilizar este término para designar las características específicas que asume la expansión financiera en los países en desarrollo, abordando así un nuevo espacio de investigación dentro de este enfoque. Por su parte, Lapavitsas (2013: 259) sostiene que si bien la financiarización es un proceso que se origina en las economías maduras de los países avanzados, existe una versión propia de este fenómeno en los países emergentes y en vías de desarrollo. De este modo, la financiarización en estos espacios tiene rasgos específicos que reflejan el papel dominante de los países desarrollados en el mercado mundial.

Bajo esta interpretación, tenemos que la financiarización no establece un proceso homogéneo sino más bien un proceso diverso que asume determinadas características en cada región, y que, a su vez, contiene formas internas específicas a cada economía nacional. Al respecto, Bonizzi (2013: 85) señala, por ejemplo, la existencia de dos principales tipos de financiarización, la primera basada en el despegue de un circuito de valores (inflación de los precios de los activos financieros) y la segunda, basada más bien en ingresos por interés (altas tasas de interés); donde la primera forma es la más común en países avanzados, mientras la segunda es más relevante para países en desarrollo. Otros autores como Cámara y Mariña

(2018), analizan la *financiarización subordinada* desde una perspectiva más bien macroeconómica, enfatizando la marcada apertura a los mercados financieros externos que llevan a cabo los países subdesarrollados, lo cual conduce a que los mismos generen un entorno altamente dependiente y limitado tanto en términos de política monetaria como de política fiscal.

Por tanto, se puede observar que el concepto de la *financiarización subordinada* expresa dimensiones adicionales sobre los mecanismos e impactos de las finanzas en el ámbito de las economías en desarrollo, mostrando no únicamente sus características internas específicas, sino también la interrelación y posición respecto a economías avanzadas. A continuación, se exploran a mayor detalle algunas de estas dimensiones.

2. Aspectos empíricos relevantes de la financiarización en países emergentes y en desarrollo

Partiendo de este esquema teórico, se señalan un conjunto significativo de hechos empíricos asociados con el proceso de financiarización y específicamente de la *financiarización subordinada* en economías en desarrollo, los cuales pueden ser clasificados de diversas maneras, por ejemplo, a través de los cambios que afectan a los principales sectores de la economía, empresas, hogares y bancos; o respecto a algunas tendencias peculiares que se refieren al nivel de expansión crediticia, acumulación de reservas internacionales o del ingreso de la banca extranjera.

En este sentido, dentro de la literatura se pueden apuntar dos maneras básicas de aproximación a este fenómeno, la primera, que aborda la financiarización desde una dimensión internacional y la segunda, que tiene que ver más bien con la dimensión interna de cada economía nacional, aunque ambas están estrechamente interrelacionadas.

2.1 Dimensión internacional

Históricamente, el inicio de la etapa de la financiarización en los países en desarrollo se asocia a la década de 1970 y la disolución del Acuerdo de Bretton Woods, a partir del cual se dio lugar a una progresiva liberalización financiera en los países en desarrollo, tanto a través de modificaciones en los controles de precios, como del fomento a la expansión de los sistemas financieros nacionales (Blecker, 2005). Un conjunto de cambios que marcó una

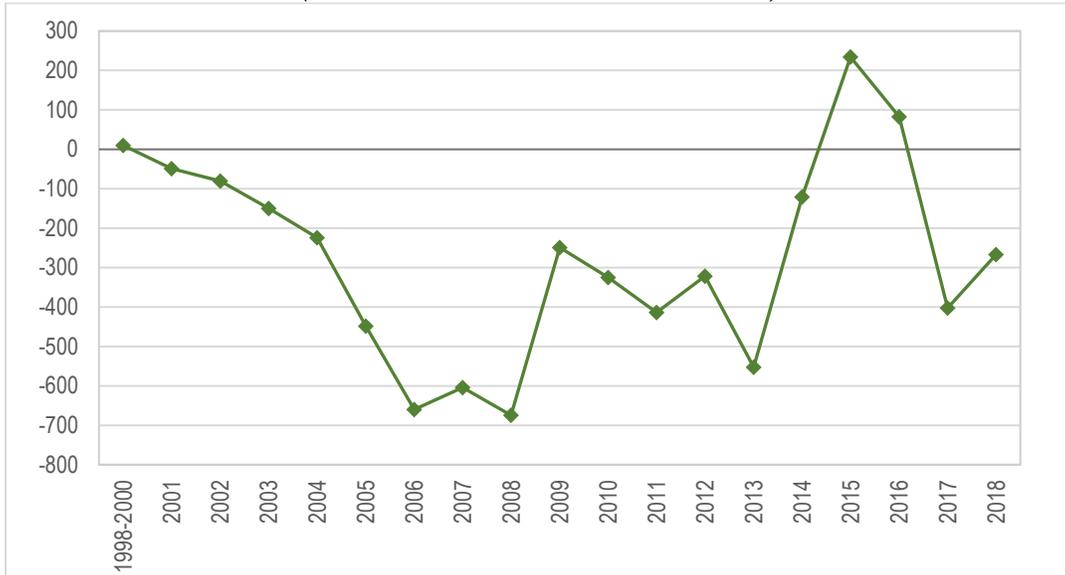
transformación estructural respecto al ordenamiento institucional y la forma en que las economías en desarrollo se integraron a los mercados financieros.

a) Flujos internacionales de capital

Uno de los primeros elementos del proceso de financiarización que se abordan con mayor interés, es la evolución de los flujos de capital a nivel internacional, en tanto, se considera un componente fundamental dentro de la dinámica financiera entre países emergentes y avanzados en las últimas décadas y sobre todo luego de las primeras crisis financieras profundas que experimentaron los países emergentes asiáticos a fines de los años noventa. En el caso latinoamericano, un antecedente importante de cambio hacia un mayor movimiento de los flujos de capital se remonta al Consenso de Washington y la conocida política de apertura de las economías domésticas a los mercados internacionales, lo cual permitió una exportación continua de capital hacia los países de esta región.

Una de las cuestiones centrales de la interpretación del enfoque de la financiarización consiste en destacar que a medida en que ha ido desenvolviéndose esta dinámica, han surgido también nuevos patrones insólitos a nivel global, en este sentido, según Lapavitsas (2013) y Paineira (2011) los años previos a la crisis hipotecaria de los años dos mil se caracterizan por una importante alteración en la dirección de los *flujos netos de capital* a nivel global, de modo que durante esta etapa, los niveles de recepción en los países emergentes y en desarrollo se debilitaron hasta el punto en que se dio lugar a una “inversión” del flujo en una dirección contraria, es decir, desde las economías en desarrollo hacia las economías más avanzadas, siendo este uno de los rasgos más particulares de la financiarización internacional y que ambos autores consideran como uno de los factores que contribuyeron de manera importante a la formación de la burbuja crediticia en los Estados Unidos.

Gráfica 2. Flujos netos de capital: Economías emergentes y en desarrollo (*) ()**
(Salos en miles de millones de dólares)



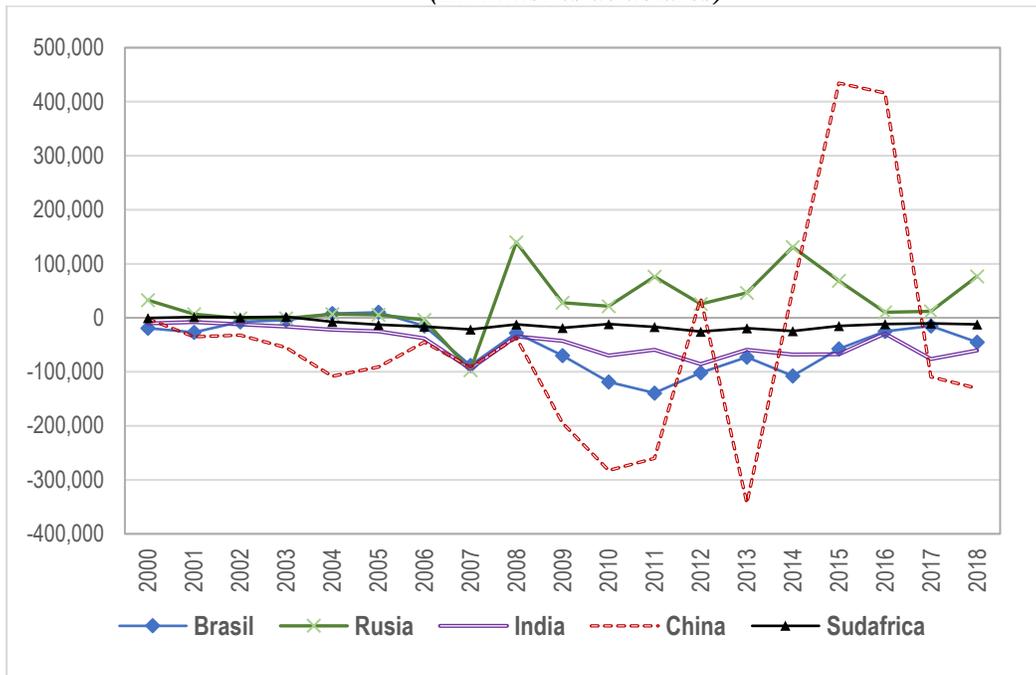
Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI. *World Economic Outlook (2009, 2019)*.

() El gráfico mantiene el formato de presentación de saldos del Manual de Balanza de pagos MBP5, donde los rubros de la Cuenta Financiera presentan un signo positivo cuando se registra una entrada de recursos y un signo negativo en el caso de una salida de recursos.*

*(**) Los flujos netos de capital agrupan a la inversión extranjera directa neta, la inversión de cartera neta, además de otros flujos netos oficiales de inversión a largo y corto plazo, sin contar las reservas internacionales.*

Dentro de las tendencias de los flujos se observa que el periodo entre 2000 y 2013 se caracteriza por una constante salida de flujos de capital desde los países emergentes y en desarrollo, donde el registro de saldos negativos llega a su punto más álgido durante los años que precedieron a la crisis financiera. Asimismo, los datos sugieren que esta tendencia ha tenido una influencia importante de China, en tanto los demás países importantes del bloque de economías emergentes que conforman el BRICS han presentado niveles menos marcados de salidas de capital o inclusive tendencias contrarias como es el caso de Rusia.

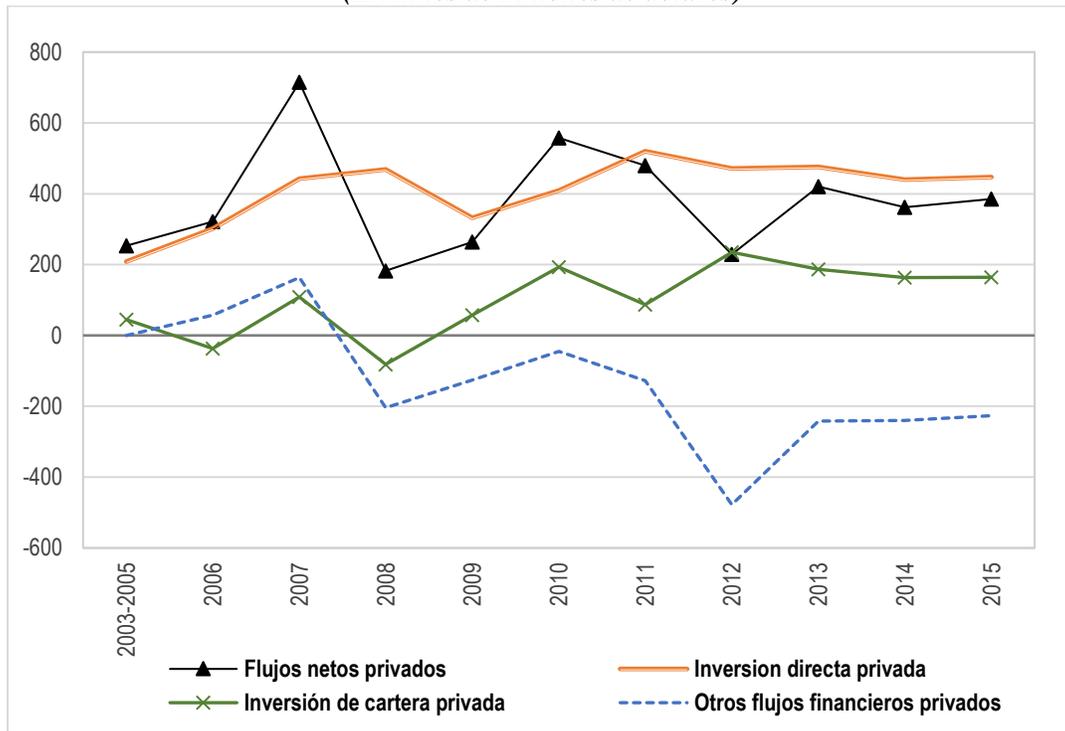
**Gráfica 3. Flujos netos de países emergentes pertenecientes al BRICS
(En millones de dólares)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI. *International Financial Statistics (IFS)*

Asimismo, durante este mismo periodo se registró un comportamiento distinto de los flujos privados, donde las entradas de capital presentaron más bien una tendencia positiva y creciente, pues si bien la crisis asiática provocó una disminución importante de los capitales privados en los años noventa, posteriormente, entre 2001 y 2007, se produjo una fuerte recuperación, lo cual contrasta significativamente con la tendencia de los flujos netos de capital. De acuerdo con el informe de la UNCTAD (2019: 12), este creciente ingreso de flujos privados se atribuye principalmente a la Inversión Extranjera Directa (IED), que en los últimos años cobró un mayor peso en las finanzas externas de las economías emergentes, así como de las transferencias de remesas, que en su conjunto contribuyeron de manera relevante al ingreso de los flujos financieros privados sobre todo en países menos desarrollados tanto de África subsahariana como de América Latina y el Caribe.

Gráfica 4. Flujos privados de capital: Economías emergentes y en desarrollo (*)
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, *World Economic Outlook* (2009, 2014)

(*) Las cifras de flujos de capital privado obtenidas a partir del FMI, se registran únicamente hasta el año 2014 con proyecciones a 2015, posteriormente los reportes sustituyen este dato por saldos de cuentas financieras debido a limitaciones en la información. (WEO octubre, 2014)

De acuerdo con Paineira (2011: 341) a pesar del comportamiento creciente de los flujos privados, el resultado final de los flujos netos de capital sugiere la existencia de una transferencia neta de capitales desde los países emergentes a los países avanzados, al menos en la fase previa a la crisis hipotecaria del 2008. Una cuestión que se expresa precisamente en el comportamiento del nivel de los préstamos netos a nivel mundial, donde durante el lapso del 2000 al 2008, Estados Unidos desempeñó un papel importante al registrar una de las cifras más altas de endeudamiento neto a nivel mundial, lo cual indicaría la recepción de un fuerte financiamiento externo, mientras las economías emergentes presentaron niveles importantes de préstamo neto.

Cuadro 1. Préstamo/Endeudamiento Neto: Fuentes y usos del ahorro mundial*
(En porcentaje del PIB)

	1994-2001	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018
Economías avanzadas	-0.2	-0.7	-0.7	-1.4	-1.2	0.0	-0.1	0.5	0.7	0.7
Estados Unidos	-2.6	-4.2	-5.5	-5.9	-4.6	-3.0	-2.8	-2.1	-2.3	-2.3
Japón	2.3	2.9	3.7	3.9	2.8	3.9	1.0	0.7	3.8	4.0
Eurozona	0.3	0.7	1.1	-0.2	-1.4	0.2	1.5	2.6	3.2	3.1
Economías emergentes	-0.7	1.2	2.5	5.2	3.9	1.7	1.5	0.6	-0.2	0.1

Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI (*World Economic Outlook*, 2009, 2019)

*Se consideran las transferencias corrientes, renta de factores y saldos de recursos

Posteriormente, luego de la crisis financiera, surge un nuevo cambio de tendencia, donde la entrada de flujos de capital hacia países emergentes y en desarrollo inicia un nuevo ciclo de crecimiento a partir del 2010, dando lugar a saldos positivos en los flujos netos de capital (Panceira y Kaltenbrunner, 2018: 45-46), en este caso los inversionistas internacionales diversificaron sus inversiones mediante activos líquidos y de alto rendimiento dentro de las economías capitalistas emergentes en busca de mayores niveles de rentabilidad, los cuales se habían contraído drásticamente durante el estallido de la burbuja y que desembocaron en una serie de eventos significativos, tales como la dramática quiebra de Lehman Brothers.

De acuerdo con el informe del Fondo Monetario Internacional (2011), los episodios de estas nuevas entradas de flujos de capital hacia las economías emergentes en la fase postcrisis se explican sobre todo por las bajas tasas de interés y la existencia de una menor aversión al riesgo, que al estar acompañadas de una gran lasitud monetaria y mayor liquidez en el mercado (debido principalmente a las medidas no convencionales de política económica), propiciaron una nueva búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas y por ende una importante recepción de flujos de capital durante estos años, cambiando así la anterior tendencia. Por tanto, luego de la crisis del 2008 y la aplicación de medidas no convencionales en los países centrales, el flujo de capital hacia las economías emergentes, particularmente en economías como la China recuperaron nuevamente su creciente ritmo en altos niveles, una tendencia que también ha sido especialmente marcada para los países latinoamericanos.

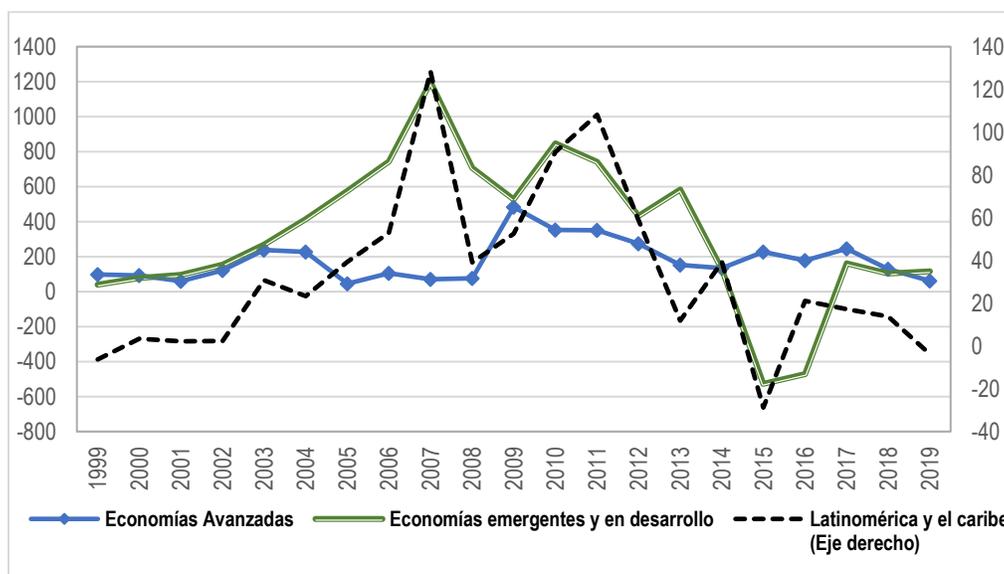
b) Acumulación de reservas internacionales

La acumulación de reservas por parte de las economías emergentes, constituye otro de los ejes asociados al análisis de los flujos de capital dentro del enfoque de la financiarización,

pues aunque se reconocen múltiples razones por las que los niveles de acumulación han sido notablemente crecientes durante los años dos mil, se halla un importante vínculo entre los movimientos de los flujos de capital con este fenómeno, donde los saldos negativos para las economías emergentes se explican precisamente a partir de la amplia captación de reservas internacionales. Según Lapavitsas (2013: 317), la acumulación de las reservas de divisas por parte de los países en desarrollo representa básicamente una especie de política de “autoseguros” para protegerse de los cambios repentinos en los flujos de capital, operando así principalmente a través la monitorización de los niveles de reservas en relación con las exportaciones y el crecimiento monetario.

En este caso, los datos sugieren que la captación de reservas alcanzó sus más altos niveles en los momentos previo y posterior al estallido de la burbuja hipotecaria, asimismo, el nivel de acumulación postcrisis, por parte de los países emergentes, se relaciona también con el efecto de la implementación de las políticas monetarias no convencionales, que como se señaló anteriormente, favoreció la entrada de capitales privados hacia las economías emergentes y la consiguiente acumulación de reservas de divisas. Para el caso particular de Latinoamérica (Gráfica 4), la tendencia ha sido más menos la misma, en tanto los picos y caídas coinciden con la tendencia de las economías emergentes en su conjunto.

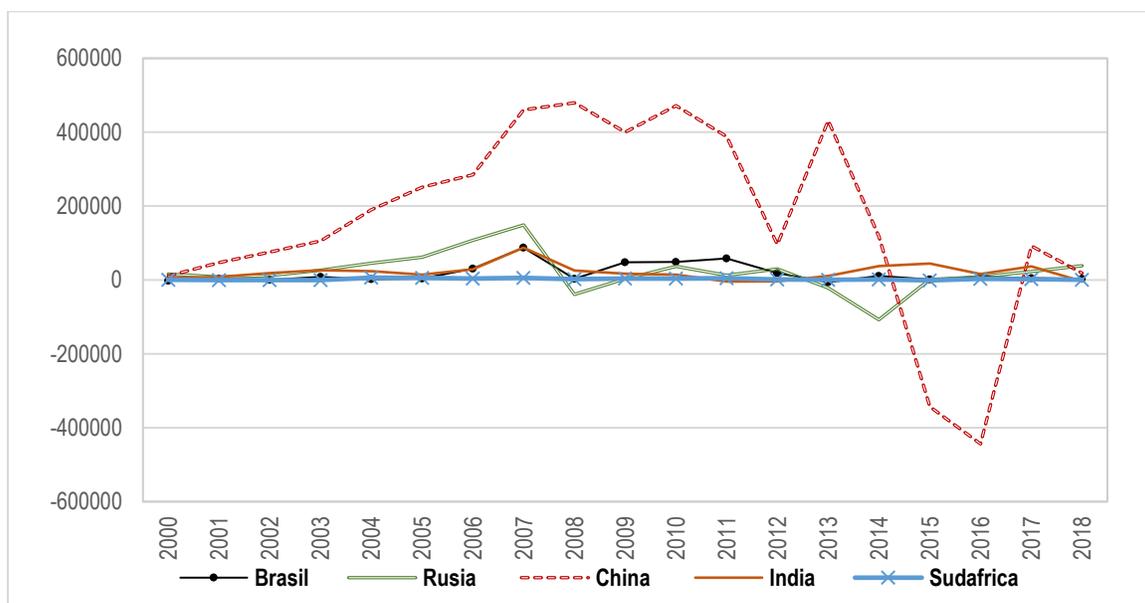
Gráfica 5. Variación en el nivel de reservas internacionales por grupo de países
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI, *World Economic Outlook Database*

Si se considera al grupo de países emergentes más representativos del bloque económico de los BRICS, se observa que el nivel de reservas ha presentado una tendencia relativamente creciente desde finales de los noventa, a pesar del intervalo de disminución que sobrevino a partir del 2014.

Gráfica 6. Variación reservas internacionales en países emergentes (BRICS)
En miles de millones de dólares

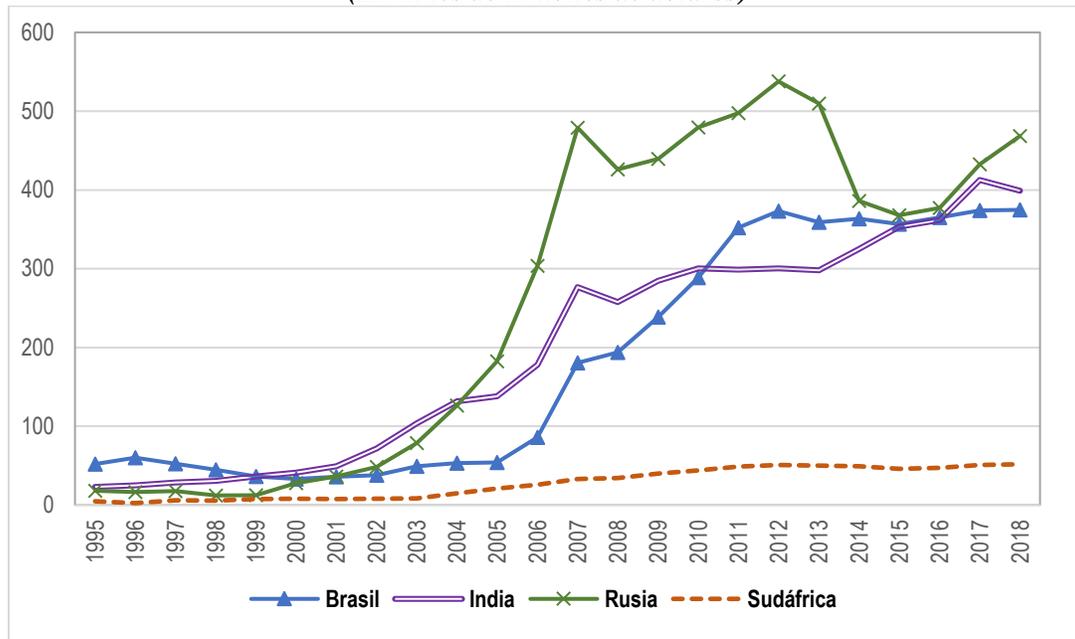


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI. *International Financial Statistics (IFS)*

La posición de China resulta ser un caso atípico, por su posición dominante en cuanto a acumulación de reservas internacionales, acaparando aproximadamente un tercio del total de las reservas, una cuestión que se atribuye en parte a sus grandes superávits en cuenta corriente.

Si se considera el comportamiento de las variaciones del nivel de reservas de las principales economías emergentes excluyendo la influencia de China, existe asimismo una tendencia hacia una mayor captación de reservas luego de la crisis asiática y en la fase inmediatamente posterior a la crisis del 2008.

Gráfica 7. Acumulación de Reservas internacionales BRICS /Excluyendo a China
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI. *International Financial Statistics (IFS)*

En síntesis, la acumulación de reservas aparece como una estrategia de salvaguarda adoptada por los países en desarrollo con la finalidad de evitar potenciales consecuencias negativas en sus economías domésticas ante cambios bruscos y repentinos en los flujos de capital. Al mismo tiempo, las reservas en divisas implican transferencias netas de capital de los países en desarrollo a los países industrializados.

Finalmente, el incremento masivo de reservas se asocia a la vez con una proporción cada vez mayor de compra de deuda pública por parte de los países emergentes como se expone a continuación.

c) Emisión de Deuda pública

En línea con el argumento anterior, el enfoque de la financiarización sostiene que el notable aumento del nivel de reservas en países emergentes y en desarrollo tuvo como contrapartida el incremento de la deuda pública, de tal manera, que los saldos negativos en los flujos netos de capital se atribuyen implícitamente a los niveles de deuda.

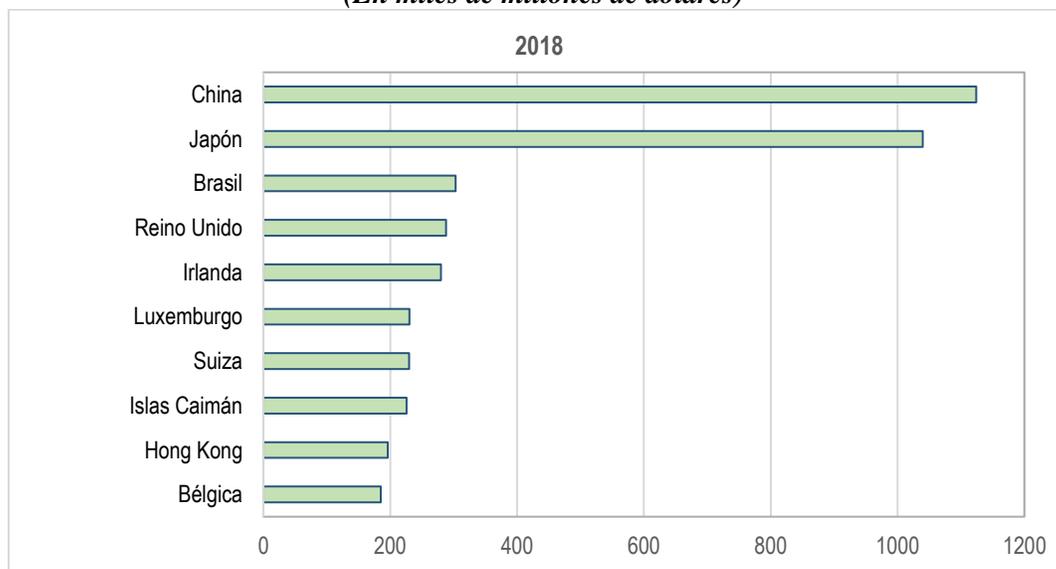
De acuerdo con Bortz (2017:10), la manera más segura que hallaron los países emergentes para acumular reservas fue principalmente a través de la compra de deuda pública de los Estados Unidos, específicamente de un mayor porcentaje de deuda soberana por parte de los

bancos centrales⁶. Lo cual explica el hecho de que los títulos de tesoro de Estados Unidos han estado mayoritariamente en manos extranjeras y particularmente en dos de los países emergentes más influyentes como China y Brasil. La gráfica 8 destaca precisamente el cambio efectuado luego del 2008, donde China desplaza a Japón como mayor tenedor de deuda pública de los Estados Unidos.

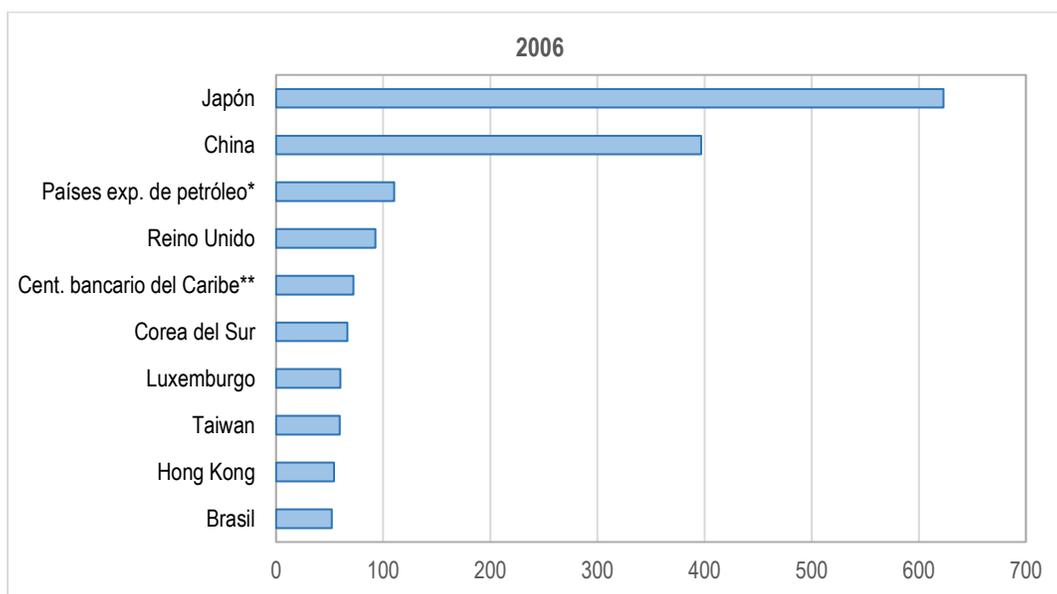
Otros autores como Allami y Cibils (2017: 89) encuentran que luego de la crisis financiera del 2008, los países avanzados impactaron directamente sobre la capacidad de endeudamiento de los países latinoamericanos, dándole una mayor amplitud a través de los precios de las *commodities* y los flujos de capitales, que bien pueden atribuirse a las condiciones monetarias extraordinariamente flexibles en las economías desarrolladas en el marco de las políticas monetarias no convencionales.

De este modo, podría decirse que la posición de financiarización subordinada de las economías emergentes se centra en tres cuestiones: la creciente acumulación de reservas de divisas, el aumento de los activos líquidos (títulos de deuda para transacciones) y la consiguiente emisión de deuda. Una serie de características que predisponen a una economía a las economías emergentes a una mayor vulnerabilidad ante los shocks externos de los flujos de capital.

Gráfica 8. Principales diez tenedores extranjeros de Títulos del Tesoro de EE. UU.
(En miles de millones de dólares)



⁶ Durante la crisis el 2008, este tipo de deuda fue un rasgo característico de los países emergentes de la eurozona como España, Portugal y Grecia principalmente. Ver: Lapavitsas (2013: 370)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de U.S. Department of the Treasury

*Los países exportadores de petróleo incluían a Ecuador, Venezuela, Indonesia, Bahrein, Irán, Irak, Kuwait, Omán, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, Argelia, Gabón, Libia y Nigeria. El dato de este agregado de países se suspendió después de febrero de 2016.

**Los Centros Bancarios del Caribe incluían a las Bahamas, Bermudas, Islas Caimán, Antillas Neerlandesas y Panamá. Comenzando con una nueva serie para junio de 2006, también incluye las Islas Vírgenes Británicas. El dato de este agregado de países se suspendió después de febrero de 2016.

2.2 Dimensión interna de la financiarización

Paralelamente a los cambios efectuados a nivel internacional, la dimensión interna de la financiarización de los países emergentes tiene que ver con un nivel más bien “microeconómico”, que gira en torno a los comportamientos de tres agentes principales: empresas no financieras, bancos y hogares.

Recapitulando la definición inicial de la financiarización, recordamos que esta se basa en cambios en la conducta y la relación interna entre dichos agentes, en el caso de las empresas no financieras, su financiamiento tiende a sustentarse en mayor medida dentro de las operaciones directas en el mercado financiero que tienen a marcar una menor dependencia hacia el uso crédito de la banca comercial, mientras que la banca comercial se ha visto mucho más estimulada por los créditos al consumo y vivienda de los hogares. En este marco general, la financiarización interna de los países emergentes puede presentar diversos indicadores, según Bonizzi (2013: 85) un primer punto de partida en este análisis gira en torno a las

empresas que participan cada vez más en inversiones financieras en lugar de inversiones productivas.

Una cuestión que se relaciona a este hecho consiste en que las corporaciones no financieras latinoamericanas se han vuelto muy activas en los mercados financieros, tanto en la columna del activo como en la del pasivo de sus balances, Kalttenbrunner y Paineira (2018: 58) encuentran esta particularidad bastante evidente en el caso de Brasil, donde las corporaciones no financieras exportadoras brasileñas han comenzado a operar en el mercado local de derivados para cubrir sus ingresos de exportación o déficits esperados con el fin de protegerse de los movimientos adversos al tipo de cambio.

Un segundo componente importante en el sector financiero es la expansión de los bancos extranjeros al mercado interno, según Lapavitsas (2013:322), un resultado notable es precisamente el ingreso de bancos extranjeros entro de las operaciones de banca que se dirigen hacia la renta de los particulares y de los hogares.

En el caso de los países emergentes el impulso de este tipo de incursión ha sido en general, exitoso, de modo que en muchos países los bancos extranjeros han llegado a ocupar un lugar importante en los sectores financieros nacionales. Así pues, Bonizzi (2013: 88) sugiere que los bancos extranjeros a menudo son agencias clave en la transmisión de prácticas "financiarizadas", es decir, en la obtención de ganancias a través de actividades no crediticias, como el comercio de títulos o a partir de tarifas y comisiones, así como en la dinámica de hipotecas y préstamos al consumo, en este sentido, la banca extranjera también ha desempeñado un rol importante en el proceso de canalización de los efectos de la crisis financiera mundial en los mercados emergentes, en tanto coadyuvan a la profundización de las relaciones financieras.

Una última cuestión preponderante que considerar en este marco son las repercusiones originadas en los cambios en el sector financiero sobre los ingresos de los hogares. Al respecto, Bonizzi (2013: 91) encuentra evidencia empírica sobre una creciente proporción de ingresos de los hogares que se han utilizado para pagar los intereses de préstamos bancarios en los países emergentes. Adicionalmente, explica que en el caso de países como Brasil se dio un interesante proceso de sustitución de préstamos productivos por préstamos a los

hogares que a largo plazo han tenido efectos negativos, sobre todo en el potencial de crecimiento de las economías capitalistas emergentes.

Por su parte, Kaltenbrunner y Panceira (2018: 53), encuentran, que la deuda de los hogares ha tenido un crecimiento notable en todas las economías latinoamericanas, por ejemplo, en para el año 2014, este tipo de deuda había incrementado del 9,5% al 14,7% en México, del 23,6% al 38,2% en Chile y del 2,6% al 5,7% en Argentina, demostrando así, el rol preponderante de bancos en el proceso de financiarización de la región latinoamericana. En este sentido, la banca comercial ha desempeñado un papel significativo en el aumento de la deuda de los hogares.

3. La ‘financiarización subordinada’ en México

Tomando como base el esquema anterior, podemos exponer los siguientes puntos relevantes sobre los cambios efectuados desde el marco del concepto de la financiarización para la economía mexicana.

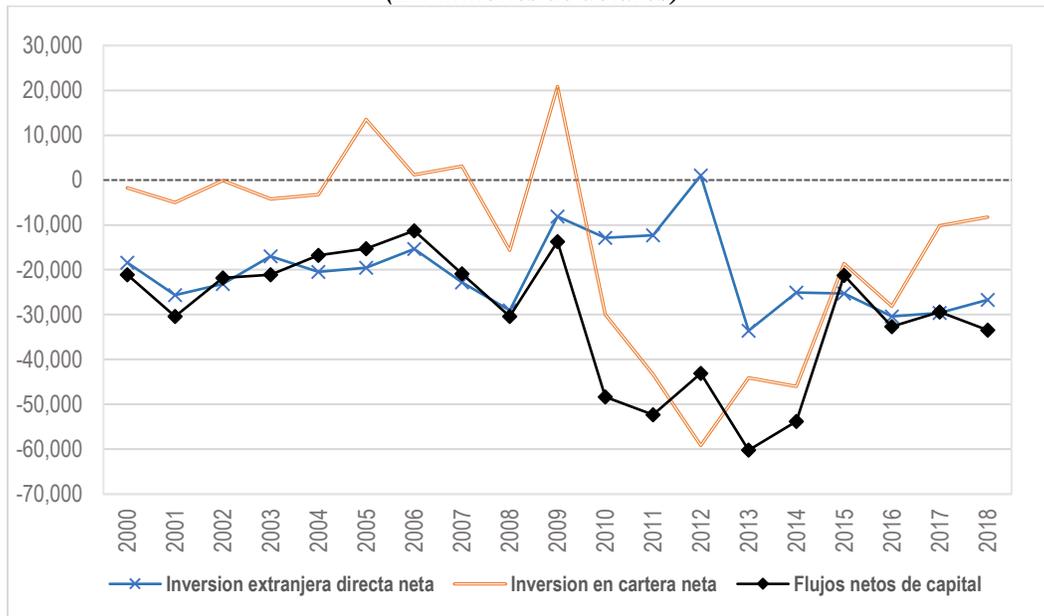
3.1 Dimensión Internacional

a) Flujos de capital

Considerando que el movimiento de capitales entre economías avanzadas y economías emergentes constituye una de las expresiones empíricas más destacadas de la noción de la financiarización, se puede observar que, en el caso de México, las cifras de los flujos corrientes de la cuenta financiera registrados en el periodo 2000-2018 indican una situación constante de endeudamiento neto durante este periodo, cuyo nivel más pronunciado se registra en el lapso intermedio entre 2010 y 2015, mientras entre 2000 y 2008 el endeudamiento registrado es menor. Esto indica que en general la recepción de flujos en México ha sido mayor en comparación a otras economías emergentes, sobre todo debido a las recepciones de capital a partir de las inversiones de cartera⁷.

⁷ En términos del PIB, los recursos provenientes del exterior destinados a Inversiones de cartera han sido los más elevados desde principios del 2000, mientras que los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED), tradicionalmente los más importantes, han visto reducida su participación en el total a partir de este mismo año (Banxico, 2013: 2)

Gráfica 9. México: Flujos corrientes de capital
(En millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del FMI (*IFS Data*)

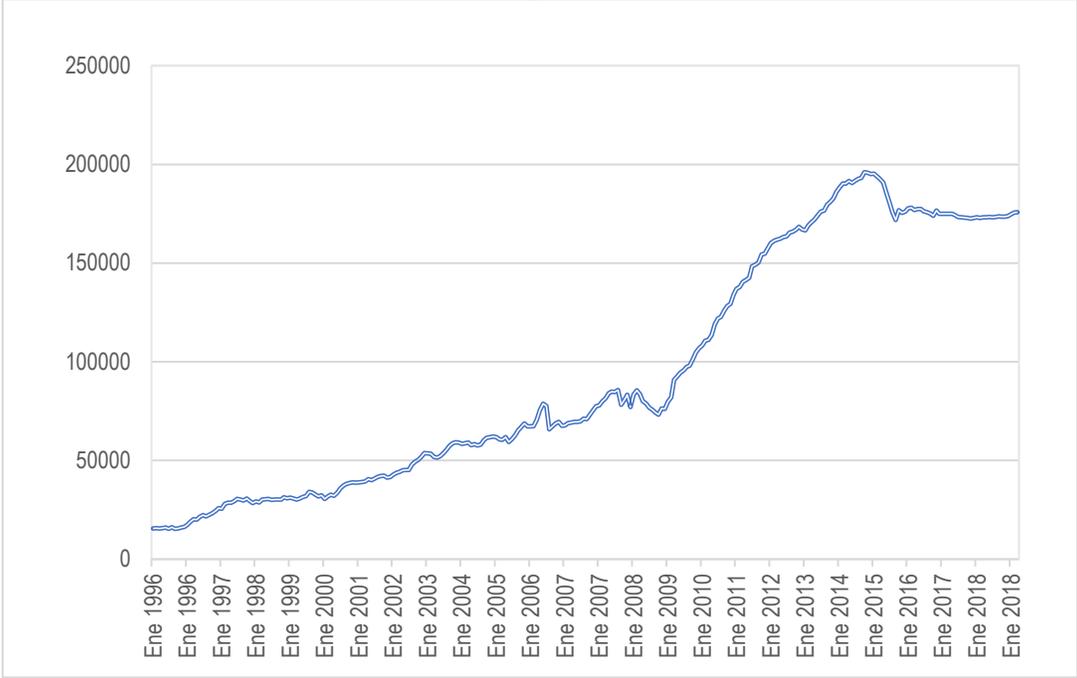
Históricamente México ha sido un habitual receptor neto de capitales (característica mantenida hasta la actualidad), sin embargo, en las últimas dos décadas se ha podido observar que el uso y destino de estos flujos de capital se han modificado de manera importante, así, de acuerdo con Banxico (2013) mientras en décadas anteriores las entradas de capital se destinaron a financiar un relativo amplio déficit en la cuenta corriente y una reducida acumulación de reservas internacionales, a partir del 2009, el efecto fue más bien inverso, de modo que las entradas de capital de las cuentas financieras se canalizaron hacia una creciente acumulación de reservas internacionales y a un financiamiento moderado de los déficits de la cuenta corriente. En este caso, luego del impacto de la crisis financiera internacional, México adoptó una serie de políticas fiscales y monetarias dirigidas a mitigar el impacto sobre los sectores real y financiero, que durante la postcrisis financiera le permitieron llevar a cabo una recuperación notable de las entradas de flujos de capital, sobre todo en inversiones de cartera que estuvieron acompañadas, simultáneamente, de un incremento notable de las reservas internacionales.

b) Acumulación de Reservas

En esta misma línea, cuando se contrasta el ritmo creciente de las reservas internacionales de las economías emergentes respecto a la economía mexicana entre los años 2000 y 2018, se

observa que la tendencia ha sido similar. Así pues, durante la crisis financiera, la inestabilidad del sistema monetario internacional dio lugar a un mayor estímulo de acumulación de reservas por parte de los países emergentes como forma de cobertura ante posibles reversiones repentinas de los flujos de capital, donde el comportamiento de México ha ido acorde a lo que se plantea el enfoque de la financiarización.

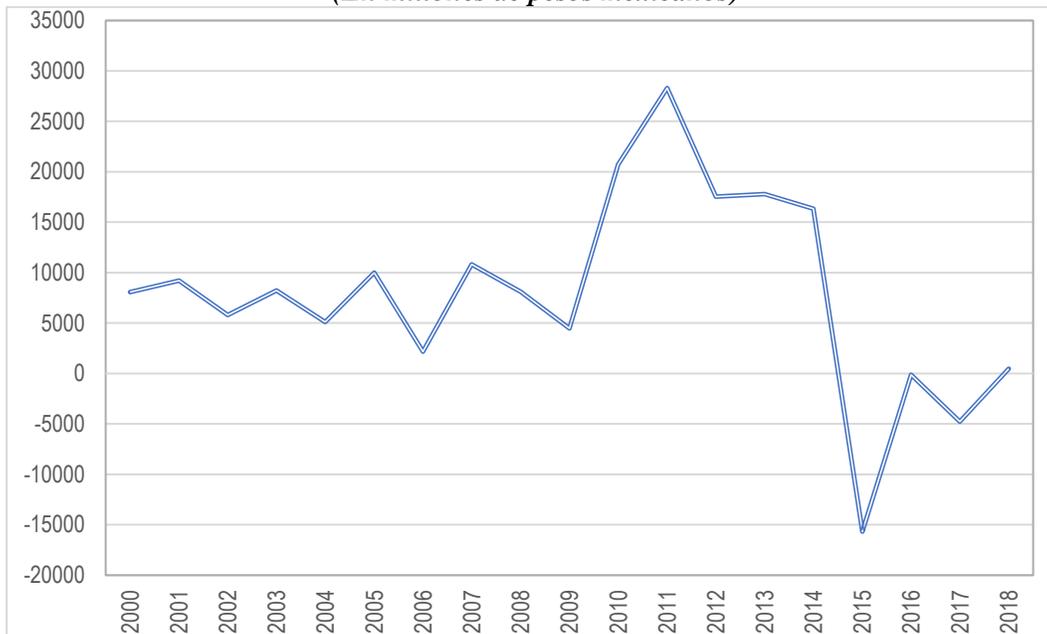
Gráfica 10. México: Acumulación de reservas internacionales
(En millones de pesos mexicanos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BANXICO

Los datos muestran que el nivel de acumulación de reservas alcanzó su mayor ritmo de crecimiento entre 2009 y 2014, siendo este último el año donde alcanzó su nivel más alto, si bien el 2015 el nivel de reservas registró una caída importante, debido a la depreciación de moneda la moneda nacional (Banxico, 2015), desde entonces, se puede observar que el nivel acumulado de reservas se ha mantenido relativamente constante a partir de este año.

Gráfica 11. México: Variación de reservas internacionales
(En millones de pesos mexicanos)

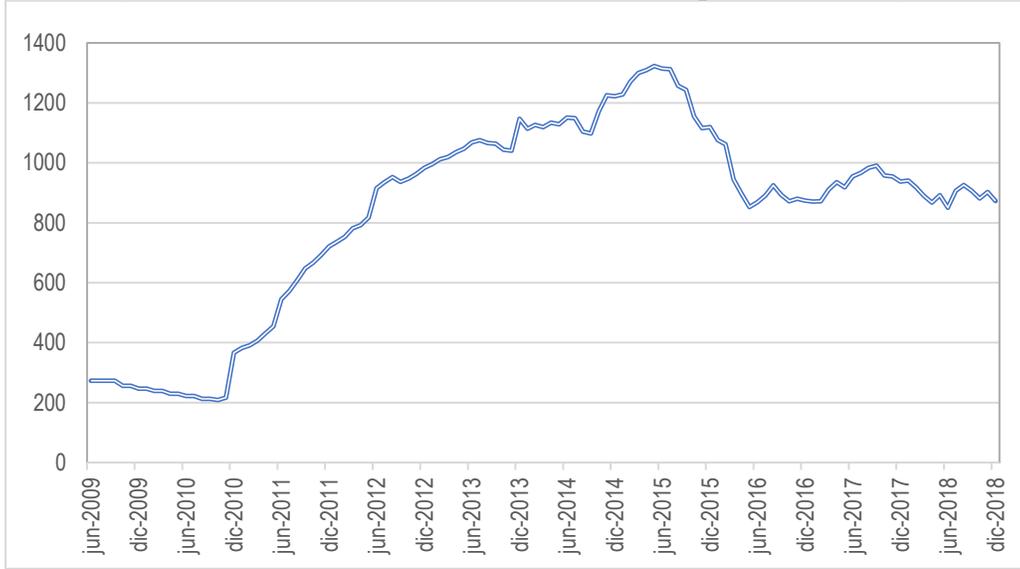


Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial (*World Bank Data*)

Considerando que la acumulación de reservas constituye un rasgo característico de lo que se comprende como *financiarización subordinada*, este proceso también conlleva una serie de repercusiones dentro de los esquemas de política económica y de operaciones monetarias adoptadas por la banca central. En este sentido, de acuerdo con Paineira y Kaltenbrunner (2018: 49), uno de estos efectos consiste justamente en que el incremento de las reservas para las economías emergentes se traduzca en un incremento de la masa monetaria, dado que la banca central frecuentemente se ve obligada a realizar operaciones de esterilización monetaria para evitar potenciales presiones inflacionarias.

Allami y Cibils (2017: 96), coinciden con este argumento señalando que la acumulación de reserva en dólares en los países emergentes estuvo acompañada de operaciones de esterilización monetaria que se efectuaron durante este periodo para contrarrestar el efecto inflacionario del ingreso de capitales. En el caso de México, se podría decir que el mecanismo de esterilización monetaria consistió precisamente en la emisión de deuda interna por parte del banco central con el fin de absorber un aumento de la liquidez (la oferta monetaria), debido a los excedentes de divisas, como muestra la siguiente gráfica.

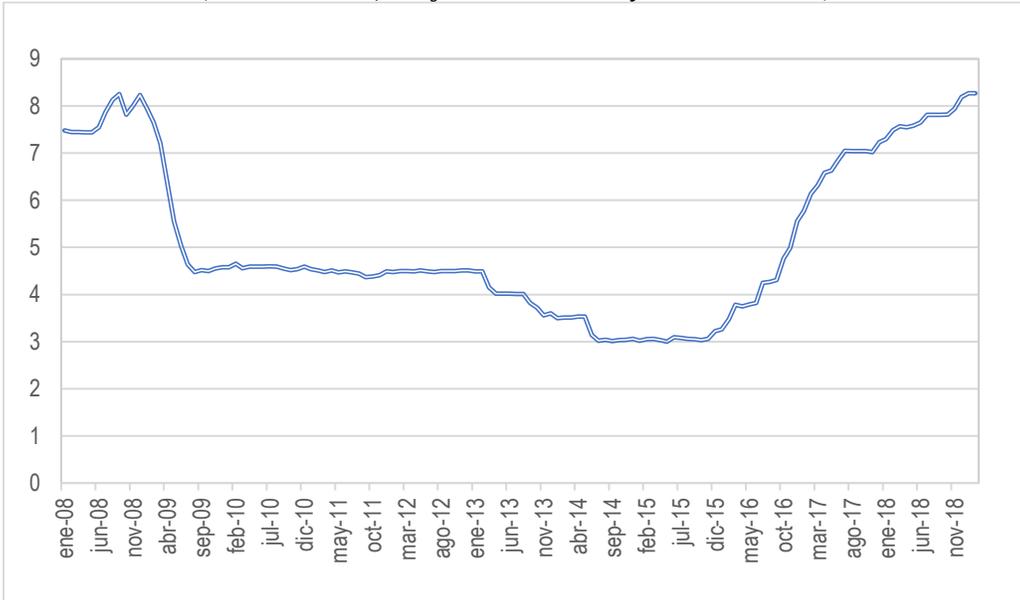
Gráfica 12. Títulos emitidos por el gobierno con propósitos de regulación monetaria*
(Saldos a valor nominal en miles de millones de pesos mexicanos)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de BANXICO

(*) Incluye Bondes D (Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal), Cetes (Certificados de tesorería de la nación, BREMS (Bonos de regulación monetaria del Banco de México) y BREMS R (Bonos de regulación monetaria reportables)

Gráfica 13. Tasa de interés de operaciones interbancarias
(TIE a un día, conjunto de bancos y casas de bolsa)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banxico

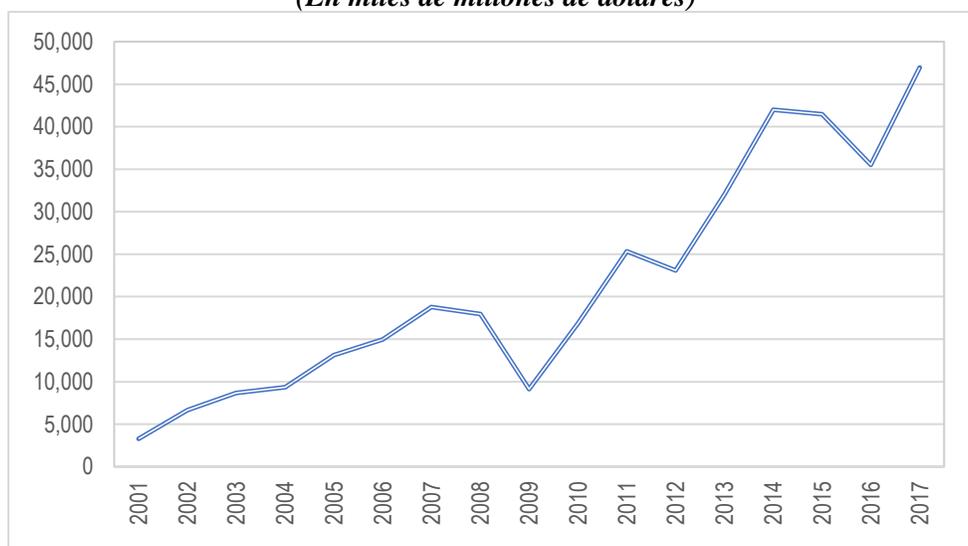
En el caso de México, la emisión de deuda en el mercado local por parte de la autoridad monetaria fue en constante expansión desde el 2010, llegando a su punto más alto entre los

años 2014 y 2015, un nivel que se ha mantenido relativamente constante desde entonces. Durante este mismo periodo, cabe destacar la política monetaria del Banco de México que desempeñó un rol significativo en 2014 cuando decidió disminuir la tasa referencial a un 3% ante la desaceleración de la economía, el nivel más bajo que se registró luego de la crisis financiera, lo cual, adicionalmente al marco de políticas no convencionales adoptados a nivel global, terminaron de configurar este escenario.

b) Emisión de deuda pública

En lo referente a la compra de deuda pública como parte del proceso de acumulación de reservas internacionales, se puede observar el ritmo creciente de compra de deuda a los Estados Unidos por parte de México, a inicios de los años 2000 y que ha ido profundizándose luego de la crisis del 2008.

Gráfica 14. México: Compra de Títulos de Tesoro de Estados Unidos
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de U.S. Department of Treasury

Finalmente cabe destacar otras observaciones realizadas por Bortz (2017), respecto a que los efectos del vínculo entre flujo de capitales, reservas y deuda para los países en desarrollo supone a su vez elevados costos sociales y económicos sobre todo por el bajo rendimiento de las divisas en relación con los fondos prestados. Así como también, el hecho de que el resultado de todos estos procesos de *financiarización subordinada* implican también una mayor vulnerabilidad ante shocks externos para las economías en desarrollo.

3.2 Dimensión Interna

a) Comportamiento de la banca mexicana

Extranjerización de la banca

Acorde a lo anteriormente expuesto, la dimensión interna de la financiarización tiene que ver primordialmente con el surgimiento de nuevas prácticas, comportamientos y relaciones financieras que se establecen entre los agentes de las economías domésticas, en este sentido, el cambio de la composición de la banca y sus funciones constituyen uno de los indicadores más destacados sobre la evolución del sistema financiero.

De acuerdo con Bonizzi (2013), la banca extranjera ha tenido un papel notable en la inserción de las economías emergentes bajo el esquema de la financiarización, en tanto ha llegado a ocupar un lugar decisivo en el sector financiero doméstico a través de la introducción de diversos instrumentos financieros a las que la banca nacional de este tipo de economías se ha adaptado rápidamente. En referencia específica al caso mexicano, este autor encuentra que la banca extranjera en México ha liderado la expansión de los préstamos hipotecarios y préstamos crediticios a nivel latinoamericano.

Históricamente, el ingreso de la banca extranjera en el sistema financiero nacional de México inició entre 1989 y 1990 a través de la reprivatización de la banca comercial por parte de entidades extranjeras, que adquirieron su tono más elevado bajo la presidencia de Carlos Salinas de Gortari (Powell, 2010: 205), un periodo que culminó con la privatización de los bancos y la constitución de los grupos financieros modernos bajo el liderazgo de las casas de bolsa. Uno de los factores determinantes en este resultado fue la política de liberalización financiera que introdujo al menos diez medidas determinantes en la regulación del sector financiero (Solorza, 2008), entre los que destacan la autorización a los bancos a emitir títulos a corto plazo a las tasas de interés del mercado, la apertura del mercado financiero local a los inversionistas extranjeros, el permiso a empresas mexicanas para emitir títulos en el extranjero, la liberalización de las tasas de interés pasivas y activas de los bancos, y finalmente la aprobación de formación de grupos financieros integrados verticalmente que incluyan bancos, aseguradoras, casas de bolsa y establecimientos especializados.

Adicionalmente, el estudio desarrollado por Levy (2014:109) señala que esta primera etapa de transformación bancaria en México estuvo marcada además por su ingreso al tratado de libre comercio (TLCAN), a partir del cual, entre otros varios efectos, adoptó gran parte del

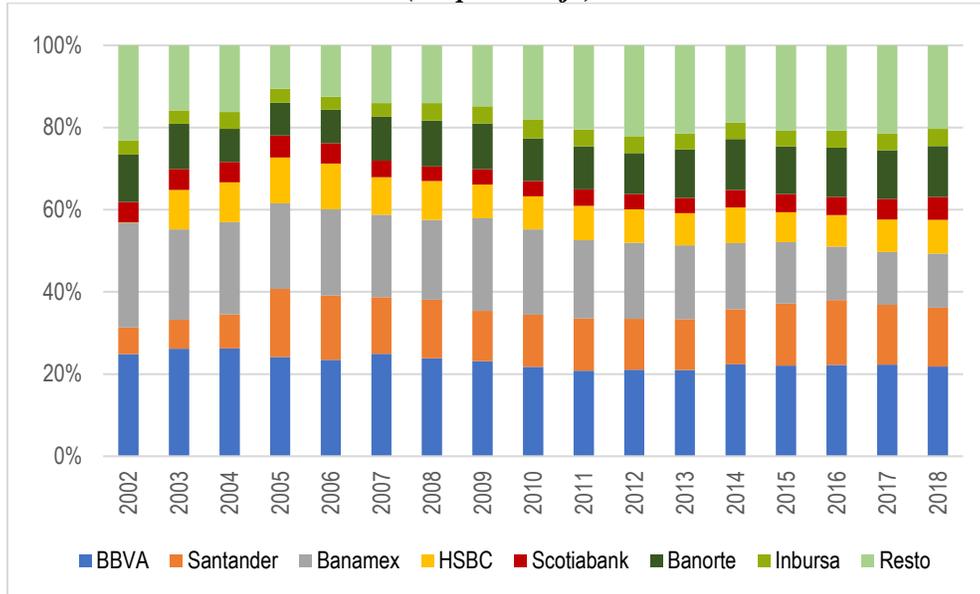
esquema de organización financiera de los Estados Unidos, de modo que el sector bancario comenzó a guiarse a través de los estándares de las corporaciones financieras extranjeras que lograron fusionarse principalmente con la banca múltiple ya preexistente en el país.

El segundo evento importante del ingreso de la banca extranjera a México se dio durante la segunda mitad de la década de los noventa, el cual estuvo marcado por la crisis de 1994-1995. Según autores como Correa (2004: 3), durante este último periodo los ocho bancos más fuertes del país absorbieron a los más débiles a través de fusiones y compras, cambiando de manera fundamental la estructura del sistema bancario mexicano, mientras los bancos extranjeros pasaron a desempeñar un papel central dentro del sistema financiero, una situación que a menudo se le ha denominado el proceso de “oligopolización” del sector bancario que redujo de manera importante el número existente de bancos.

Otras interpretaciones, como la de Gonzales y Peña (2012: 147), argumentan que la “extranjerización” de la banca en México luego de la década de los noventa consistió más bien en una “asimilación” de los bancos nacionales por parte de la banca extranjera, más que de una “entrada” de bancos extranjeros, en tanto la estrategia de entidades financieras extranjeras como BBVA, Santander, HSBC y Scotiabank, Citigroup, entre otros, no llegaron para competir con los bancos locales, sino que más bien los absorbieron.

En este sentido, el grado de interrelación de México con el sistema financiero internacional alcanzó una mayor profundidad, mientras de manera paralela, la región de América Latina en general se caracterizó por presentar una mayor complejidad y diversificación de instrumentos financieros.

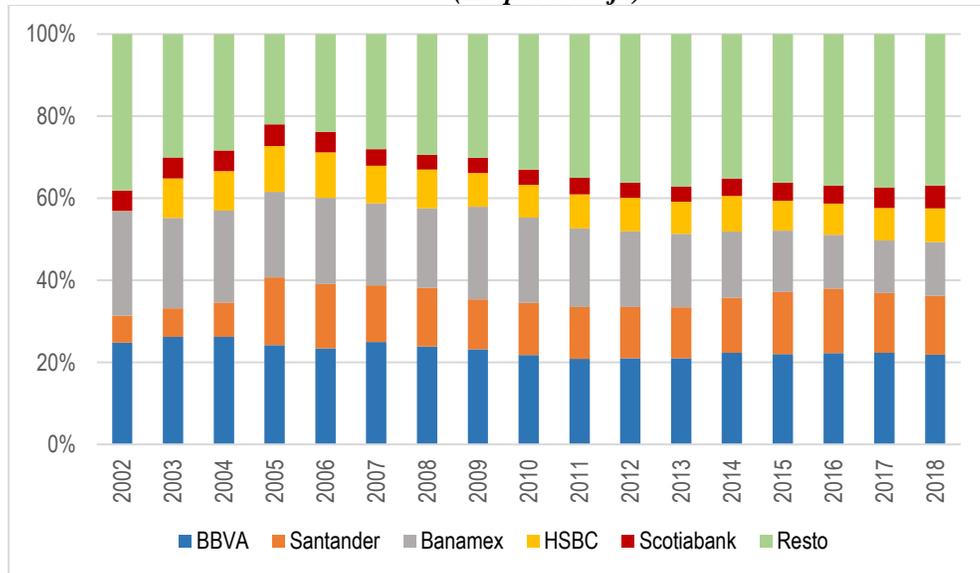
Gráfica 15. Participación de activos totales en la Banca Múltiple *
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNBV

(*) Se desglosan las siete principales entidades financieras de México y el resto incluye un aproximado de 25 entidades menores cuyos activos varían de acuerdo con las fusiones y adquisiciones que se presentan en este periodo.

Gráfica 16. Participación de activos extranjeros de la banca múltiple *
(En porcentaje)



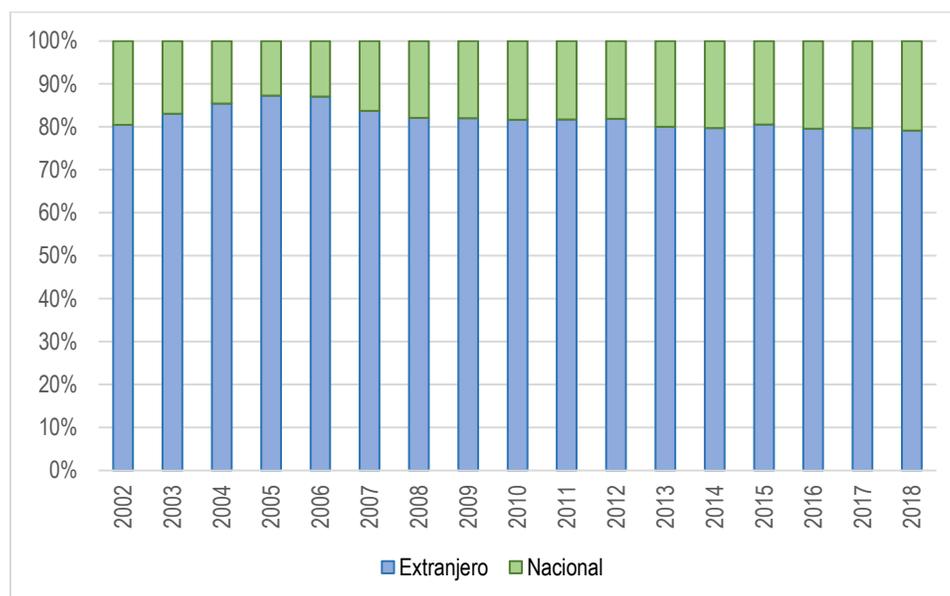
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNBV

(*) En este caso, se consideran únicamente las cinco entidades bancarias de matriz extranjera más grandes que operan en México

En el caso de la banca múltiple mexicana, los datos indican que, aunque los activos pertenecientes a la banca extranjera se han mantenido relativamente constantes entre 2002 y

el 2018, donde la variación ha sido mínima, el peso de la banca extranjera en cuanto al conjunto total de activos que conforman el sistema bancario es mayoritaria y predominante dentro del sistema bancario. Al respecto, Ballescá (2007) indica, por ejemplo, que para el año 2001, México ya contaba con más de treinta bancos múltiples y comerciales dirigidos por la banca extranjera, mientras el Estado mexicano tan sólo maniobraba con instituciones crediticias de desarrollo y operaciones de segundo piso.

Gráfica 17: Distribución de activos nacionales e internacionales en banca múltiple*



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNBV

() Para efectos de análisis, se considera únicamente a los cinco mayores bancos de matriz extranjera y a las dos principales entidades bancarias de origen nacional, que en su conjunto conforman las siete entidades principales que operan en México.*

De la misma manera, al comparar la distribución total entre activos nacionales y extranjeros del sistema de la banca múltiple de México, se observa una evolución con pocas variaciones a lo largo del tiempo (exceptuando los años previos a la crisis financiera), pero que denotan a la vez el peso determinante que posee la banca extranjera dentro sistema financiero nacional, en tanto el porcentaje de activos extranjeros ha oscilado alrededor del 80% sobre el total de activos desde inicios de los años dos mil.

Concentración del sistema bancario

En este escenario, cabe señalar que, aunque los cambios efectuados por la banca extranjera entre 1990-2000 llevaron a una reestructuración radical de los mecanismos e instrumentos

del sistema financiero, el nivel de concentración del sistema bancario y el financiero nacional no cambiaron de manera radical, permaneciendo en un nivel relativamente alto hasta la actualidad.

Cuadro 2. Niveles de concentración de los intermediarios del sistema financiero mexicano (junio de 2018)*

	Participación de activos totales		Tasa de crecimiento real anual de los activos	Concentración de las cinco entidades más grandes (%)
	Sistema financiero	en el PIB (%)		
<i>Banca comercial</i>	52	46.6	5.6	68
<i>Siefores</i>	68	16.3	6.5	77
<i>Fondos de Inversión</i>	548	11.8	9.9	69
<i>Instituciones de fomento</i>	10	11.2	10.6	92
<i>Seguros y fianzas</i>	113	7	2	43
<i>Casas de bolsa</i>	35	3.3	22.1	60
<i>Sofomes reguladas</i>	34	2.3	11.1	65
<i>Sofomes no reguladas</i>	1408	1.7	1.7	24
<i>Sociedades cooperativas de ahorro</i>	159	0.7	9.7	52
<i>Sociedades financieras populares</i>	43	0.2	3.6	55
<i>Uniones de crédito</i>	84	0.3	7.6	44

Fuente: Tomado de Banxico. *Reporte sobre el sistema financiero* (2018: 47)

(*) En este cuadro, las cinco entidades con la mayor concentración de activos dentro de su respectivo sector son:

Banca comercial: BBVA, Santander, City Banamex, HSBC y Banorte.

Afores: Citibanamex, Principal, Profuturo, Sura y XXI Banorte.

Operadoras de fondos de inversión: Impulsora de Fondos, Operadora de Fondos Banorte, BBVA Bancomer Gestión, Scotia Fondos y Sam Asset Management

Instituciones de fomento: Banobras, Nafin, Bancomext, SHF y FIRA

Seguros y fianzas: Grupo Nacional Provincial, Metlife México, Seguros Banamex, Seguros Monterrey New York Life y Pensiones BBVA Bancomer.

Casas de bolsa: Banorte-Ixe, Finamex, Goldman Sachs, Accival y Actinver

Sofomes reguladas: Arrendadora Banorte, Crédito Real, NR Finance México, GM Financial y Sabcapital. *Sofomes no reguladas:* Marverde Infraestructura, ATC Latin America, Madero Reserve, LBBW México, BMW Financial Services de México.

Socaps: Caja de Ahorro de los Telefonistas, Caja Morelia Valladolid, Caja Popular Mexicana, Caja Real del Potosí y Coopdesarrollo.

Sofipos: Akala, Consejo de Asistencia al Microemprendedor (CAME), Proyecto Coincidir, Libertad Servicios Financieros y Te Creemos.

Uniones de crédito: Cuauhtémoc, FICEIN, Progreso, UCIALSA y UCCP

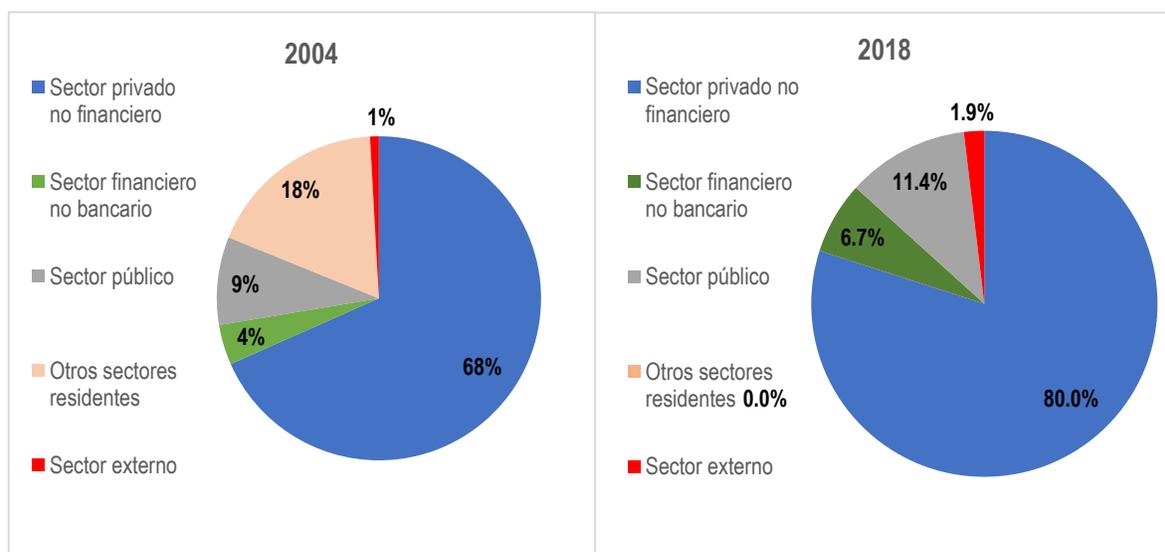
El cuadro de concentración de intermediarios financieros indica que, a pesar de los diversos procesos de fusión entre bancos domésticos y extranjeros, las actividades del sistema de intermediación financiera se han concentrado en un número reducido de entidades bancarias. De acuerdo con Levy (2017: 109) ya en el 2011, el grupo principal de bancos, denominados

C5 (BBVA, Banorte, Banamex, Santander, Banorte y HSBC), habían llegado a controlar alrededor de 74% de activos bancarios totales.

Estructura de Ingresos de la Banca

En lo referente a los ingresos bancarios, también se puede observar que la estructura de las asignaciones crediticias comerciales, no muestran una tendencia de distanciamiento respecto al sector productivo, sino al contrario, se observa más bien que las asignaciones de crédito al Sector Privado No Financiero que incluyen el crédito a las empresas productivas de las actividades primarias, secundarias y de servicios registran un incremento desde un 68% en el 2004, hasta un 80% en el 2018. Asimismo, también se puede deducir de esto que los principales ingresos de la banca se han mantenido a través de las tasas de interés y no así por operaciones en el mercado financiero.

Gráfica 18. Asignaciones de crédito bancario comercial por actividad económica (*)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banxico

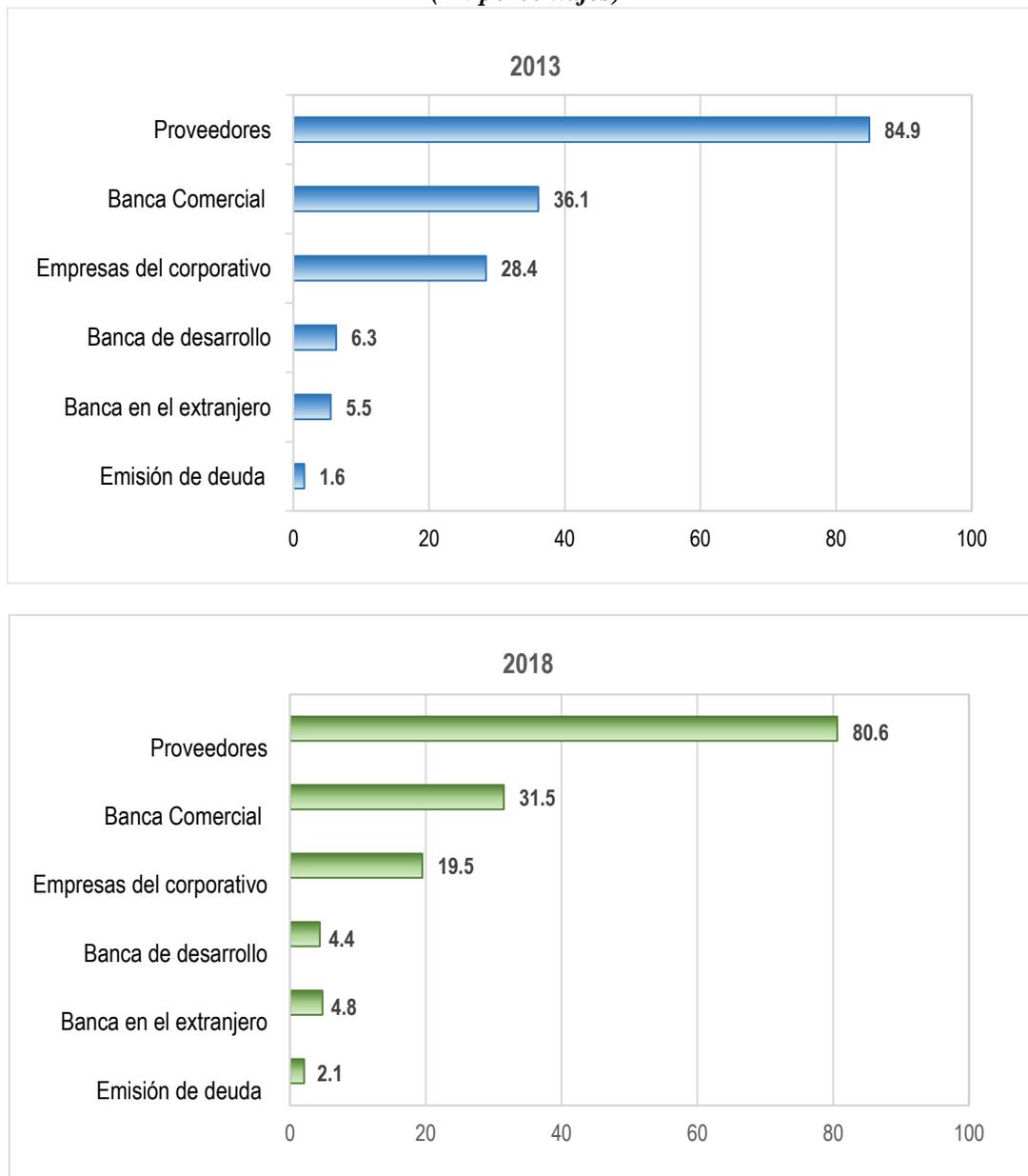
(*) Nota: La categoría de “otros sectores residentes” considera los créditos asignados a las instituciones de IPAB, FONADIN y el proyecto de PIDIREGAS.

En este caso, aunque la consolidación de la banca extranjera en el sistema financiero nacional puede indicar el ingreso a un primer nivel proceso de financiarización, este hecho no ha alterado la estructura de ingresos de la banca y tampoco ha modificado la estructura de la concentración bancaria, de modo que la principal fuente de beneficios continúa siendo el ingreso de intereses sobre créditos, lo cual no indica un mayor avance de la financiarización en este sentido.

b) Comportamiento de las empresas

En lo referente a las empresas de la economía mexicana, se pone atención en el tipo de financiamiento de las empresas pertenecientes al sector productivo (empresas no financieras) a partir de datos de Banxico y de la Encuesta Nacional del Financiamiento de Empresas (ENAFIN), donde se hace una comparación entre los años 2013 y 2018

Gráfica 19. Principales fuentes de financiamiento Empresarial en México en 2013 y 2018*
(En porcentajes)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNVB, ENAFIN (2015, 2018) y Banxico
(* La suma de porcentajes puede superar el 100% debido a que las empresas eligen más de una opción de financiamiento)

En este caso, los datos muestran que el financiamiento de las empresas en México se basa principalmente en Proveedores y en segundo lugar de créditos de la Banca Comercial, una característica que es parcialmente distinta a las economías avanzadas⁸. Como país emergente, México se caracteriza por sustentar su sector productivo en una gran cantidad de medianas y pequeñas empresas que continúan vinculadas fuertemente con el crédito bancario comercial en general, por lo que no presenta ninguna tendencia marcada a la financiarización en este sentido, en tanto desde el 2013 al 2018 la variación ha sido mínima y tan solo se registra una moderada disminución de la preferencia por financiamiento a partir de créditos de la banca comercial y un moderado aumento por el financiamiento a partir de la emisión de deuda, lo cual podría indicar una pauta hacia un posible cambio de tendencia hacia el futuro.

Sobre este aspecto, algunas investigaciones, como la de Didier y Smuckler (2013), enfatizan que a nivel latinoamericano son evidentemente pocas las empresas que logran tener un acceso sostenido a los mercados de capitales y que las empresas que logran ingresar a esta esfera también presentan distintos grados de limitación, por ejemplo, las empresas que obtienen financiamiento a través de bonos o acciones son mucho más grandes en términos de activos, tienen un crecimiento más rápido, son más rentables (mayor rendimiento de los activos) y son más líquidas (es decir, tienen mayores proporciones de efectivo en relación a sus activos corrientes), mientras existen otras empresas de menor alcance que cotizan en la bolsa de manera irregular y que por tanto no emiten bonos o acciones durante periodos de tiempo determinados, lo cual hace que el acceso a financiamiento a partir de los mercados financieros sean aún más restringidos.

Asimismo, aunque el financiamiento empresarial a partir de la emisión de deuda es aún reducido en México, las operaciones relacionadas al sistema financiero han adquirido un interesante dinamismo, en tanto las ventajas que ofrece actualmente la Bolsa de Valores Mexicana (BMV) apuntan precisamente hacia la mejora de una canalización de financiamiento a proyectos productivos a tasas competitivas para cubrir las necesidades de capital. En este sentido, al observar el escenario de la deuda corporativa de las empresas

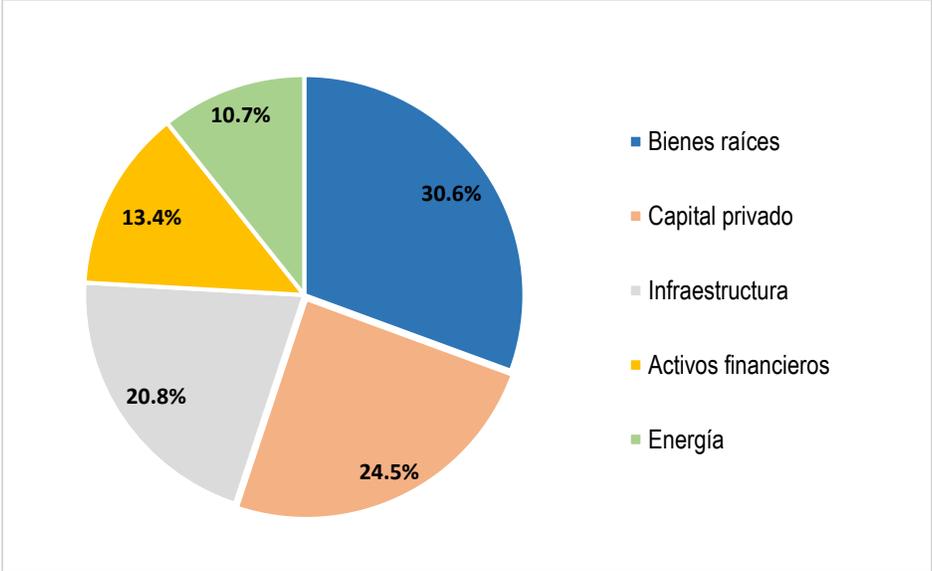
⁸ Según Bernal (2017: 18) el financiamiento empresarial de las economías avanzadas es también heterogéneo en este sentido, mientras en países como Estados Unidos y Reino Unido el peso promedio relativo de financiamiento a partir del mercado de capitales bordeaba el 70% entre 2000 y 2010, en países como España e Italia únicamente alcanzaban un 30%.

productivas en México en el contexto actual del mercado de deuda privada de corto y largo plazo se observa varios hechos relevantes.

En un primer nivel general, entre los datos relacionados a la deuda corporativa de las principales emisoras que cotizan en la BMV, se ha registrado un aumento del 26% en los ingresos obtenidos por *cuotas de listado de valores* tan sólo entre 2017 y 2018, y que se atribuyen a la existencia de un amplio número de emisiones de deuda (Bolsa Mexicana de Valores, 2018).

Posteriormente, se observa que el monto promedio financiado a través de Certificados de Capital de Desarrollo⁹ (CKDs) durante el periodo 2009-2018, como uno de los principales instrumentos de deuda para el financiamiento de empresas, ha sido de 111,175 millones de pesos que se desglosa en: 33,983 millones en bienes raíces, 27,224 millones en capital privado, 23,158 millones en infraestructura, 14,898 millones en energía y 11,912 millones en activos financieros.

Gráfica 20. Participación por sector empresarial del total de montos financiados por CKDs / Promedio 2009-2018 (En porcentaje)



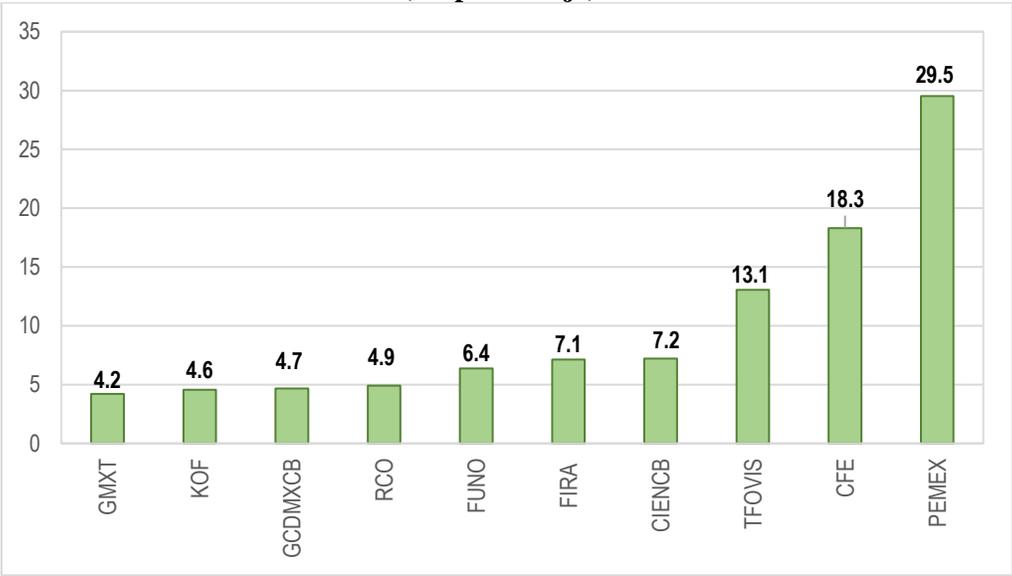
Fuente: Elaboración propia a partir de datos tomados de Reportes trimestrales (Banorte, 2018)

⁹ Según la Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV), las CKDs constituyen instrumentos de deuda estructurados cuyos recursos se destinan a financiar proyectos, así como a la inversión en acciones, partes sociales o al financiamiento de sociedades, ya sea directa o indirectamente a través de uno o varios vehículos de inversión.

Considerando el mercado de deuda de mediano y largo plazo, los reportes financieros de Banorte (2020) registran que el monto en circulación de certificados bursátiles entre el 2016 y el 2018 ha presentado incrementos moderados, donde, las empresas productivas del estado, infraestructura, apoyo a la vivienda, agencias federales, servicios financieros y alimentos, acapararon aproximadamente el 66.6% de la deuda en circulación.

Al considerar únicamente el mercado de largo plazo, para el año 2018, un 46.7% del mercado en circulación estaba conformado por diez principales emisoras, de las cuales, las empresas productivas del Estado mexicano, en este caso Petróleos Mexicanos (PEMEX) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE) acapararon casi un tercio del monto total en circulación, alcanzando el primer y segundo lugar respectivamente en las cifras totales de este mercado.

**Gráfica 21. Principales diez emisores del mercado de deuda de largo plazo (2018)
(En porcentaje)***



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Reportes Trimestrales (BMV, 2018)
(* En este caso el 100% está representado por el monto total en circulación emitido por estos diez principales emisores.

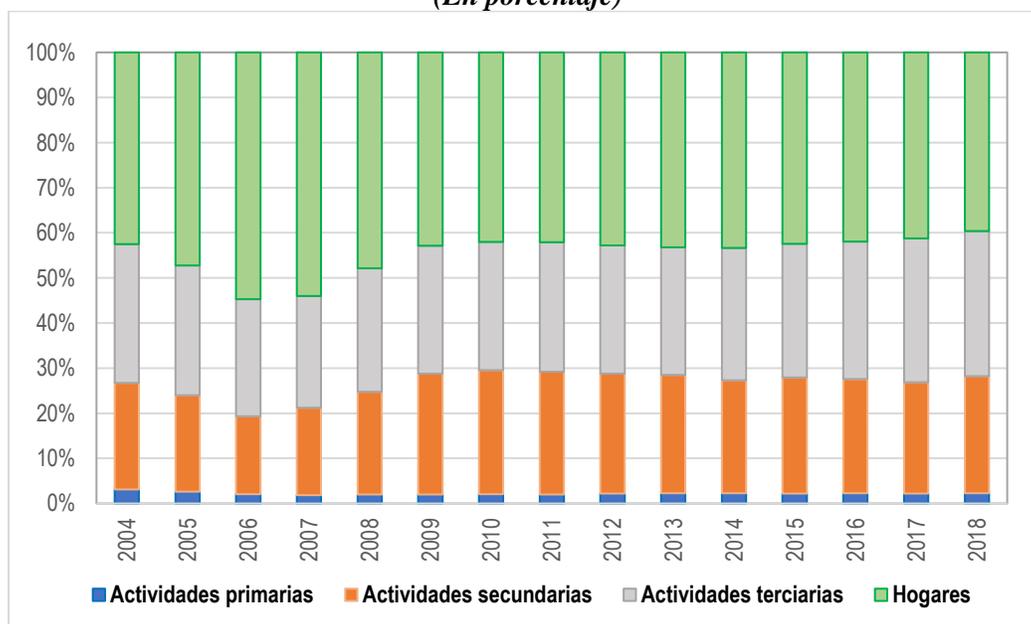
A partir de estos datos, se puede concluir que, aunque la emisión de deuda es la fuente menos utilizada como financiamiento de las empresas productivas, existe una presencia importante de las empresas productivas del estado dentro de la dinámica del financiamiento a partir de los mercados financieros, mientras que las empresas privadas tienen un peso relativo mucho menor en este aspecto.

c) Comportamiento de los hogares

La incorporación de los hogares al circuito financiero puede analizarse empíricamente de varias maneras, no obstante, desde la perspectiva de la financiarización uno de los cambios más evidentes reside en el patrón de asignación de créditos del sistema bancario, donde la disminución de los préstamos productivos a la industria y el incremento a la financiación de la vivienda o el consumo a corto plazo de los hogares destacan como rasgos característicos de este proceso.

En el caso de México, los datos indican que las asignaciones de crédito y financiamiento a los hogares constituyen una proporción importante del conjunto de asignaciones destinadas al sector privado no financiero, aunque, sus niveles de variación han sido mínimos y se han mantenido relativamente constantes, en este caso, entre el 2004 y el 2018 se ha registrado una disminución marginal en relación con el conjunto de préstamos. Este comportamiento poco variable podría indicar un bajo nivel de dinamismo, en tanto este sector no ha mostrado una tendencia de crecimiento durante este periodo y por ende tampoco expresa un esquema profundo en los términos planteados por la financiarización.

Gráfica 22. Asignaciones de crédito bancario comercial al Sector Privado No Financiero (En porcentaje)

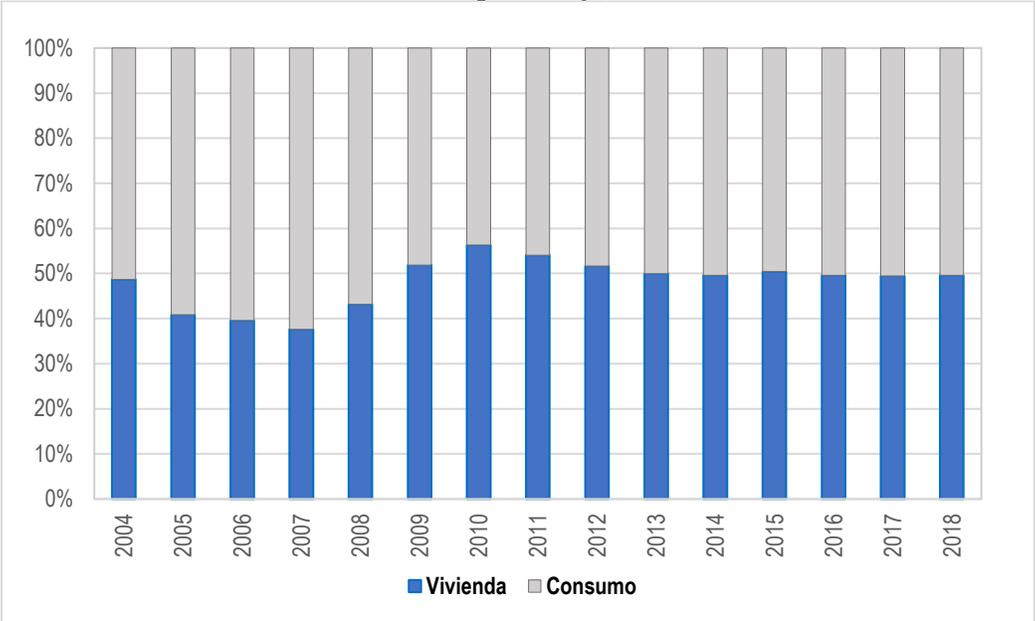


Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banxico

En este caso, las cifras en porcentaje muestran dos facetas, la primera, en la etapa previa al 2008, donde las asignaciones el crédito a los hogares representaba una proporción mayor que

en la segunda fase entre 2009 y 2018, aunque, como se ha señalado ya, esta disminución ha sido marginal, en este caso encontramos que luego de la crisis financiera, la proporción de créditos asignados se ha establecido en una cifra que oscila alrededor del 40%. Lo mismo podría decirse de la asignación de créditos a empresas productivas en actividades primarias, secundarias y terciarias, cuyo crecimiento marginal se ha mantenido alrededor del 60% del total de asignaciones.

Gráfica 23. Detalle de asignación del crédito comercial a los Hogares
(En porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Banxico

Por otra parte, si se considera el detalle al interior del endeudamiento de los hogares, se puede observar que la proporción de asignaciones de crédito al consumo han representado una proporción mayor entre el 2005 y el 2008, es decir, durante los años previos al estallido de la burbuja hipotecaria, donde el financiamiento recibido por los hogares correspondiente al crédito de consumo llegó a superar el 60%, desplazando parcialmente al crédito hipotecario de vivienda. De este modo, encontramos que durante la primera etapa de los años dos mil la dinámica del consumo fue un poco más relevante y en una segunda fase, las cifras disminuyen moderadamente para estabilizarse en torno a una cifra de 50% de créditos, tanto para el consumo como para la vivienda.

Adicionalmente, el Reporte sobre Estabilidad Financiera de Banxico (2018) señala que para el tercer trimestre del 2018, el financiamiento a la vivienda fue acaparada en su mayoría por

las instituciones de Infonavit y Fovissste, las cuales lograron ocupar el mayor porcentaje de asignaciones crediticias a los hogares, seguida de la banca múltiple, mientras que el crédito al consumo fue otorgado mayoritariamente por la banca múltiple, seguido por entidades reguladas y otras instituciones financieras no reguladas, así como por otros otorgantes de crédito como las empresas y tiendas departamentales.

Tomando en cuenta este escenario respecto al financiamiento crediticio de los hogares, la política pública de México, principalmente a través de la Comisión Nacional Bancaria de Valores, ha concentrado una buena parte de sus esfuerzos en fomentar una política nacional de inclusión financiera junto a una estrategia nacional de educación financiera, de modo que la expansión del sistema financiero a nivel de hogares entre el año 2000 y 2018 ha tenido un mayor dinamismo.

En este caso, el Reporte Nacional de Inclusión Financiera de México (CNVB, 2018) señala una elevación importante del número de instituciones que proveen servicios financieros, en este caso, el sector con mayor crecimiento fue el de sociedades cooperativas de ahorro y préstamo, un factor relevante, ya que este tipo de sociedades tienden a establecerse en los municipios más pequeños del país donde el acceso al sistema financiero es más restringido. En cuanto a los niveles de educación financiera, las cifras de personas adultas que han recibido este tipo de educación y que llevan un registro de sus gastos, pasó de un 20% en 2012 a un 37% en 2018, mientras que se han implementado también políticas educativas para que la población infantil también reciba educación para el ahorro.

Cuadro 3. Evolución de la inclusión financiera en México

Número de personas con cuentas, créditos, seguros y Afores (Millones de adultos)						
	2012	%*	2015	%	2018	%
<i>Cuentas</i>	25.0	36	33.6	44	37.30	47
<i>Créditos</i>	19.3	27	22.1	29	24.60	31
<i>Seguros</i>	15.5	22	18.9	25	20.10	25
<i>Ahorros para el retiro</i>	19.6	28	31.3	41	31.30	40

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNVB, ENAFIN (2018)

(*) Porcentaje sobre el total de adultos

Asimismo, según Solorza (2008), la banca minorista especializada se ha convertido en uno de los proveedores importantes de crédito a los hogares a nivel latinoamericano, donde México es un ejemplo notable de este desarrollo. Los minoristas —y, en particular, los grandes almacenes más grandes del país— se han convertido en proveedores no triviales de crédito familiar en los últimos años, y han tenido tanto éxito que están exportando esta experiencia a otros países de la región.

4. Conclusiones

Considerando que el objetivo principal del trabajo ha sido explorar rasgos que evidencien la existencia de un proceso de financiarización en el contexto de las economías emergentes y en desarrollo, podemos concluir lo siguiente.

La financiarización representa un concepto influyente dentro del nuevo marco teórico de la economía heterodoxa, en tanto expone la importancia del rol del sector financiero situándolo como uno de los componentes centrales del cambio de época dentro la historia económica del nuevo siglo. Este concepto distingue además los efectos y particularidades entre los diversos países y regiones, planteando una diferencia sustancial entre la financiarización de países avanzados y la financiarización de países emergentes y en desarrollo, siendo este último, un caso particular de *financiarización subordinada*.

Bajo este marco de interpretación, se ha podido observar que las características más relevantes del proceso de financiarización en países emergentes se centran en la dimensión internacional, las cuales se refieren principalmente a las tendencias específicas de la acumulación de reservas, deuda y flujos internacionales de capital. Mientras que su dimensión interna, referente al comportamiento y a la relación entre los principales agentes de una economía doméstica, presenta características mucho más difusas y amplias, que no pueden ser fácilmente agrupadas ni generalizadas.

En el caso específico de México, observamos que las características planteadas por el enfoque de la financiarización en su dimensión internacional constatan algunas de sus tendencias más relevantes, de modo que su evolución ha seguido el mismo patrón de comportamiento que el de las economías emergentes consideradas en un nivel general, en especial durante el periodo del estallido de burbuja hipotecaria del 2008-2009.

Así pues, los efectos de la dinámica financiera tanto sobre los flujos de capital, como de acumulación de reservas y de deuda, han dado lugar a cambios importantes en varios niveles de su sistema económico, aunque cabe señalar, que el comportamiento de los flujos de capital en el caso particular de México ha seguido una tendencia distinta a lo señalado por el esquema de la financiarización.

En lo referente a los elementos que caracterizan al proceso de financiarización en su dimensión interna son mucho más imprecisos y complejos de determinar, de modo que no es posible aseverar que a este nivel México presente una tendencia definida hacia la financiarización.

Así, en este último nivel de análisis encontramos, que el sistema bancario mexicano ha consolidado un cierto grado de financiarización a través de la inserción de la banca extranjera y su respectiva fusión con la banca nacional, pero, tanto los ingresos como los créditos asignados se han mantenido a un nivel relativamente igual al que se tenía antes del ingreso de la banca extranjera. Asimismo, tampoco se ha observado ningún distanciamiento relevante del sector productivo respecto a la banca comercial, dado que los ingresos de la banca continúan asentándose en los intereses sobre créditos, lo cual no coincide plenamente con lo señalado por el enfoque de la financiarización. En este sentido, se podría decir que más que modificar la estructura interna, la banca extranjera ha adaptado su comportamiento a la banca doméstica ya existente, aunque evidentemente con una importante introducción de instrumentos y diversificación de productos financieros.

En cuanto a las empresas no financieras, se ha podido corroborar que México se caracteriza por la existencia de una gran proporción de pequeñas y medianas empresas, donde las formas de financiamiento más utilizadas consisten básicamente en proveedores y créditos de la banca comercial y sólo en una proporción poco significativa a partir de los mercados de deuda y de capital. Sin embargo, también se puede destacar que durante los últimos años existe una importante apertura y fomento del financiamiento de las empresas productivas desde del sector financiero a través de los mecanismos e instrumentos la bolsa de valores, aunque las únicas empresas que han tenido una presencia importante en el caso del mercado de deudas son únicamente las empresas productivas estatales de PEMEX y la CFE.

Respecto a los hogares y su inserción al sistema financiero mexicano, la interpretación es también ambigua, pues si bien el financiamiento a este sector ha permanecido relativamente invariable a lo largo del tiempo, presentando tan solo algunas variaciones relevantes durante la crisis financiera, se observa al mismo tiempo un importante peso de la asignación de créditos de los hogares tanto en consumo como en vivienda, y un interesante dinamismo interno que se ha ido profundizando con la política nacional de inclusión financiera que ha tenido resultados relativamente favorables, de tal manera que los hogares han presentado un mayor grado de participación entre el 2000 y el 2018. En este sentido, es posible afirmar que el ingreso por intereses bancarios ha permanecido en niveles altos todo este tiempo gracias a la dinámica de los créditos al consumo de los hogares, un aspecto que coincide con los términos planteados por la financiarización.

Finalmente, se podría decir que la noción general de la centralidad e importancia de las finanzas en la economía contemporánea a partir del concepto de la “financiarización” puede constituir una herramienta de análisis útil si se dimensiona adecuadamente tanto a un nivel agregado de dinámica económica mundial como a un nivel particular, no obstante, aún queda bastante información por profundizar y analizar, por lo que todos estos aspectos deben ser considerados cuidadosamente.

5. Bibliografía

- Allami, C., & Cibils, A. (2017). Financiarización en la periferia latinoamericana. *Revista Estado y Políticas Públicas*, 81-101.
- Ballescá, M. (2007). La banca extranjera en América Latina: resultado de su desempeño. *Espiral, Estudios sobre Estado y Sociedad*, 123-156.
- Banco de México. (2018). Reporte sobre el Sistema Financiero. *Banxico*, 1-109.
- Banorte. (2020). Estrategia de Deuda Corporativa. *Reporte mensual*, 1-22.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 467-487.
- Bellofiore, R. (2011). Crisis theory and Great Recession: A personal journey from Marx to Minsky. *Research in Political Economy*, 81-120.
- Bellofiore, R., & Vertova, G. (2014). *The Great Recession and the contradictions of contemporary capitalism*. Massachusetts. USA: Edward Elgar Publishing, Inc.
- Bernal, M. A. (2017). Comparativa de fuentes de financiación internacional, con énfasis en el sector de construcción: Estados Unidos, Alemania y España. *Instituto de Estudios Bursátiles (IEB)*, 1-78.
- Blecker, R. (2005). Financial globalization, exchange rates, and international trade. En G. Epstein (Ed.), *Financialization and the World Economy* (págs. 1-37). Massachusetts: Edward Publishin Limited.
- Bolsa Mexicana de Valores. (2018). Resultados del 2do trimestre de 2018. *Reporte Trimestral*, 1-31.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. *International Journal of Political Economy*, 83-107.
- Bortz, P., & Kaltenbruner, A. (2017). The International Dimension of Financialization in Developing and Emergin Countries. *Development and Change*, 1-19.
- Cámara, S., & Mariña, A. (2018). Financiarización subordinada en México desde una optica macroeconómica. En N. Levy, *Financiarización y crisis en las estructuras productivas en países en desarrollo* (págs. 103-128). Ciudad de México: UNAM.
- CEPAL. (2003). La inversión extranjera en América Latina y el Caribe. *Informe del 2002*, 1-169.
- Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV). (2018). Encuesta de Inclusión financiera (ENAFIN). *Reporte de Resultados*, 1-37.
- Consejo Nacional de Inclusión Financiera. (2018). Reporte Nacional de Inclusión Financiera. *Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México*, 1-285.

- Correa, E. (2004). Expansión de la Banca extranjera en México. En E. Correa, & A. Giron, *Economía Financiera Contemporánea (Vol.4)* (págs. 217-240). Ciudad de México: Porrúa.
- Dell'ariccia, G., Igan, D., & Laeven, L. (2008). Credit Booms and Lending Standards. *IMF Working Paper*, 1-37.
- Didier, T., & Schmukler, S. (2013). Financial Development in Latin America and the Caribbean. *Policy Research Working Paper*, 1-61.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2011). *The crisis of neoliberalism*. USA: Harvard College.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited.
- Foster, J. (2007). The financialization of capitalism. *Montly Review*, 58(11), 1-12.
- Gonzales, J., & Peña, P. (2012). La banca extranjera en México. *Estudios economicos CNVB*, 145-167.
- Gonzales, J., & Peña, P. (2012). La banca extranjera en México. *Estudios Económicos CNBV*, 145-167.
- Lapavitsas, C. (2013). *Profiting without producing: how finance exploit us all*. London: Verso.
- Levy, N. (2014). Los bancos extranjeros en México: diversificación de actividades y su estructura de ingresos. *Economía UNAM*, 102-119.
- Magdoff, H., & Sweezy, P. (1987). *Stagnation an the financial explosion*. Nueva York: Monthly Review Press.
- Minsky, H. (1996). Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies. *Working Paper. 155. Levy Economics Institute of Bard College*, 1-6.
- Mishkin, F. (2011). Monetary policy strategy: lessons from the crisis. *Working Paper. National Bureau of Economic Research*, 1-62.
- Murray, F., & Vidhan, G. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 217-248.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The journal of finance*, 575-592.
- Orhangazi, Ö. (2008). *Financialization and the US economy*. Massachusetts. USA: Edward Elgar Publishing Limited.
- Painceira, J. (2011). Los países en desarrollo en la era de la Financiarización: de la acumulación de déficit a la de reserva de divisas. En C. Lapavitsas, *La crisis de la financiarización* (págs. 309-358). Ciudad de México: CLACSO-UNAM.

- Painceira, J. P., & Kaltenbrunner, A. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. En M. Abeles, E. Pérez, & S. Valdecantos, *Estudios sobre financierización en América Latina* (págs. 33-68). Santiago de Chile: CEPAL, Naciones Unidas.
- Palley, T. (2013). *Financialization: The economic of finance capital domination*. Nueva York, USA: Palgrave Macmillan.
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non financial corporations*. London: SOAS.
- Solorza, M. (2008). Nueva banca en México, incorporación de sectores populares al financiamiento. *Economía Informa*, 108-120.
- Toporowski, J. (2016). *Credito y crisis: de Marx a Minsky*. Ciudad de México: Porrúa.