



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA ♦ DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO

EXCESO DE LIQUIDEZ, CAMBIOS INSTITUCIONALES EN EL SECTOR FINANCIERO Y
SU IMPACTO EN LA ESTABILIDAD ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA (MÉXICO Y
COLOMBIA) A PARTIR DEL PERIODO DE GLOBALIZACIÓN

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

Maestra en Economía

PRESENTA:

Angie Carolina Bonilla Orozco

TUTORA:

Dra. Noemi Levy Orlik

Facultad de Economía, UNAM

MIEMBROS DEL JURADO:

Dra. Ximena Valentina Echenique Romero

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Roberto Valencia Arriaga

Facultad de Economía, UNAM

Dr. Jorge Alonso Bustamante Torres

Facultad de Estudios Superiores – FES Acatlán, UNAM

Dr. Gonzalo Combata Mora

Universidad de La Salle, Bogotá, Colombia

Ciudad Universitaria, Cd. Mx.

Noviembre de 2023



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.

*Tú eres parte de lo que soy
Y te llevo bajo la piel
Hacia donde quiera que voy
Si miro el cielo, te puedo ver*

Te amaré hasta que el universo llegue a su fin

AGRADECIMIENTOS

A la Dra. Noemi Levy Orlik por todo el apoyo y tiempo dedicado a las revisiones del documento. Agradezco sus valiosas contribuciones, enseñanzas y consejos que permitieron culminar con éxito la presente investigación.

A los miembros del jurado, Dra. Ximena Valentina Echenique Romero, Dr. Roberto Valencia Arriaga, Dr. Jorge Alonso Bustamante Torres y Dr. Gonzalo Combita Mora, por su tiempo y dedicación en la revisión de este trabajo y sus consejos para la mejora del mismo.

Agradezco al Conahcyt por el apoyo económico brindado durante la realización de este posgrado.

Agradezco a la Dirección General de Asuntos del Personal Académico – DGAPA por el otorgamiento de la beca para obtención de título en el marco del Programa de Apoyo de Investigación e Innovación Tecnológica – PAPIIT en el proyecto IN303823 “Crisis y reestructuración en América Latina: financiamiento, productividad y deuda en el periodo postpandemia”

Agradezco a mis padres y hermano que me acompañaron en todo este proceso desde la distancia.

A mi abuela, por mostrarme que ni la más grande distancia puede romper el amor más puro

ÍNDICE

| | |
|---|-----|
| INTRODUCCIÓN GENERAL | 6 |
| CAPÍTULO 1. TEORÍAS HETERODOXAS DEL FINANCIAMIENTO | 11 |
| 1.1. TEORÍA DE LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ | 12 |
| 1.2. KALECKI Y EL PRINCIPIO DE RIESGO CRECIENTE | 16 |
| 1.3. HIPÓTESIS DE INESTABILIDAD FINANCIERA | 19 |
| 1.4. TEORÍA DEL CIRCUITO MONETARIO | 24 |
| CAPÍTULO 2. ANÁLISIS HISTÓRICO - INSTITUCIONAL DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS 31 | |
| 2.1 DISCUSIÓN INSTITUCIONAL DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS | 32 |
| 2.1.1 Estructura financiera basada en mercado de capitales | 33 |
| 2.1.2 Estructura financiera basada en el crédito bancario..... | 37 |
| 2.2 ANTECEDENTES INTERNACIONALES DEL CAMBIO DE MODELO DE ACUMULACIÓN | 41 |
| CAPÍTULO 3. TRANSFORMACIÓN INSTITUCIONAL DEL SECTOR FINANCIERO: CASO MÉXICO Y COLOMBIA | 48 |
| 3.1. TRANSFORMACIONES INSTITUCIONALES EN MÉXICO 1970-2019 | 49 |
| 3.1.1. Década de 1970: primeras reformas asociadas al proceso de liberalización | 49 |
| 3.1.2. Década de 1980: Crisis, desregulación y década pérdida..... | 52 |
| 3.1.3. Década de 1990: globalización, crisis y extranjerización bancaria | 55 |
| 3.1.4. 2000-2019: internacionalización productiva e integración financiera..... | 59 |
| 3.2. TRANSFORMACIONES INSTITUCIONALES EN COLOMBIA 1970-2019 | 63 |
| 3.2.1. Década de 1970: regionalización y primeras medidas de liberalización financiera | 63 |
| 3.2.2. Década de 1980: crisis y desregulación financiera | 67 |
| 3.2.3. Década de 1990: liberalización, globalización y colapso financiero..... | 70 |
| 3.2.4. 2000-2019: Gran expansión e internacionalización del sector financiero | 73 |
| CAPÍTULO 4. EVOLUCIÓN DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS DE MÉXICO Y COLOMBIA 79 | |
| 4.1. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y TRAYECTORIA DEL SECTOR EXTERNO | 82 |
| 4.2. GRAN CAPITAL Y COMPLEJIZACIÓN DE LAS RELACIONES FINANCIERAS | 95 |
| CONCLUSIONES GENERALES | 108 |
| BIBLIOGRAFÍA | 115 |

ÍNDICE DE CUADROS

| | |
|--|-----|
| Cuadro 1. Entradas y salidas de capitales (% PIB) | 94 |
| Cuadro 2. Indicadores del mercado de capitales. 2000-2019..... | 102 |
| Cuadro 3. Emisiones de bonos como % del PIB. 2000-2019 | 104 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|-----|
| Figura 1. La determinación de la inversión en Minsky | 21 |
| Figura 2. Tasa de crecimiento y volatilidad del PIB (1960-2019)..... | 86 |
| Figura 3. Evolución de los principales componentes del PIB 1970-2019..... | 90 |
| Figura 4. Financiamiento bancario y FBKF. 2000-2019..... | 96 |
| Figura 5. Activos del sector financiero bancario como % PIB. 2000-2019 | 97 |
| Figura 6. Composición de los activos bancarios. % del total de activos | 100 |

INTRODUCCIÓN GENERAL

Las transformaciones institucionales que dieron lugar en la era de la desregulación – globalización fueron determinantes en la definición del actual modelo de acumulación, por cuanto modificaron las formas de producción y circulación del capital a nivel internacional, lo que tuvo importantes consecuencias en el devenir de la política económica de América Latina. A partir de la década de 1970 se configuró una nueva arquitectura financiera internacional caracterizada por un tipo de cambio flexible, tasas de interés volátiles y libre movimiento del flujo de capital privado, que en un entorno de creciente liquidez (como consecuencia de la desmonetización del oro) hizo más accesible la convertibilidad de las deudas nacionales en internacionales. Esto influyó en la aceleración de las reformas desreguladoras y con ello la reducción del papel del Estado en la intervención directa en la actividad económica a partir de la década de 1980, proceso concretado con la acelerada privatización de empresas estatales.

En la década de 1990 se materializó la globalización con la apertura de la cuenta financiera, lo que impactó de forma directa los flujos de inversión extranjera (directa y de cartera), para finalmente en el nuevo milenio presenciar la constitución de las grandes corporaciones de origen latinoamericano que se distinguieron por la exportación de capital.

Estas transformaciones fueron acompañadas de un cambio en las relaciones de producción, específicamente el modelo de industrialización por sustitución de importaciones – ISI se sustituyó por el modelo liderado por exportaciones. Los fuertes desequilibrios productivos reflejados en el déficit crónico de cuenta corriente característica del modelo ISI, obligaron a una apertura financiera rápida y profunda con políticas económicas destinadas a atraer inversión extranjera, acelerándose así los movimientos transfronterizos de capital. A su vez, estas transformaciones dieron lugar en un entorno de auge de las cadenas globales de valor, por lo que la inserción al modelo liderado por exportaciones se hizo a través de una transformación en la división internacional del trabajo, que significó para la región el regreso al patrón de ventajas comparativas estáticas, profundizándose así las relaciones de dependencia con los países del norte global.

En términos financieros los cambios no han sido menores, en la era de desregulación - globalización la creación de dinero para la circulación al circuito productivo dejó de ser la función principal de la banca, de forma que el aumento del crédito bancario no se ligó al financiamiento del sector productivo privado. En cuanto al segmento financiero no bancario, la región ha observado que a pesar de los flujos crecientes de capital transfronterizo no se han logrado

crear mercados financieros domésticos amplios y robustos, contrario a ello, se ha observado que las corporaciones no financieras valorizan su capital en los centros financieros internacionales. Lo que significó que el auge de las corporaciones multinacionales en la región no fue acompañado con la profundización de los mercados de valores domésticos.

A partir de este contexto se cuestiona cuál ha sido el efecto sobre la estabilidad económica en América Latina haberse insertado en un modelo de acumulación que opera a partir de un exceso de liquidez en unidades de cuenta internacionales, tal como lo es el modelo liderado por las exportaciones. En este sentido, el objetivo del presente trabajo se enmarca en analizar la tendencia y composición de la liquidez financiera en América Latina, pero de forma particular en México y Colombia, y cómo ello impactó en la estabilidad económica a partir del periodo de globalización.

La hipótesis del trabajo recae en que aún pese a las diferencias propias en términos de tamaño, especialización productiva y proceso de transición al modelo liderado por exportaciones, Colombia y México no lograron armonizar su circuito financiero con su circuito productivo a través de mercados financieros robustos y amplios, por lo que el exceso de liquidez que circuló a partir de la era de la desregulación – globalización bajo la forma de inversión extranjera (directa y de cartera) no logró crear conexiones funcionales, eficientes y estables con el crecimiento económico.

Este análisis se enmarca en la teoría heterodoxa, reconociendo que el sistema capitalista es un sistema eminentemente monetario, en donde el dinero es no neutral y en consecuencia es una variable que genera ciclos económicos. Los supuestos centrales de este planteamiento son: (i) la inversión determina el ahorro, siendo este último función del ingreso y (ii) los bancos pueden crear dinero independientemente de los recursos reales, por consiguiente, la demanda determina la oferta.

El desarrollo de la tesis se sitúa a partir de un análisis teórico – empírico, de forma que se abordarán las características de la estructura financiera latinoamericana en general, y las de Colombia y México en particular, con el fin analizar cómo cambió la forma como circula el capital a partir de la era de desregulación – globalización. Para ello, el presente estudio comprende el periodo 1970 a 2019, en primer lugar, el análisis inicia en 1970 para capturar las causas inmediatas que llevaron a la región a transitar de un modelo liderado por el Estado hacia uno liderado por las exportaciones; en segundo lugar, el periodo es de particular interés porque en él confluyen las condiciones para la apertura comercial y financiera y; en tercer lugar, el análisis

termina en 2019, previo a la era COVID, en tanto se considera que las peculiaridades de este periodo se deben analizar de forma más detallada y específica que lo que el método de este estudio permite.

En términos de manejo de evidencia empírica, las bases de datos fundamentales fueron: (i) Balanza de Pagos tomada del Fondo Monetario Internacional; (ii) Producto Interno Bruto y Formación Bruta de Capital Fijo obtenidos del Banco Mundial; (iii) activos de la banca múltiple tomados de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y la Superintendencia Financiera de Colombia y (iv) emisiones de deuda obtenidos del Banco Internacional de Pagos. Las transformaciones hechas a las bases se ponen como nota de la figura o cuadro que corresponda, la gran mayoría de cifras se manejaron como porcentaje del PIB para poder hacer análisis comparativos. En términos de manejo, los principales problemas se encontraron en las fuentes de orden nacional, en tanto variaban las formas de reportar la información a lo largo de los años, esto se solucionó a partir de la agrupación de categorías a partir de las definiciones oficiales, lo que permitió hacer un análisis bajo conceptualizaciones similares.

Esta investigación se divide en cuatro capítulos. En el primer capítulo titulado “Teorías Heterodoxas del Financiamiento” se cuestiona cuál es el papel de las instituciones financieras en la estabilidad del crecimiento económico, por tal motivo, el objetivo se enmarca en vincular teóricamente el papel de la banca y el mercado de capitales con la estabilidad económica, entendiendo los procesos de financiación y fondeo de la inversión en un contexto de dinámica especulativa. Para ello, se hace el análisis a partir de cuatro postulados teóricos segmentados en dos vertientes, en el primer grupo se considera que el financiamiento canaliza recursos para la producción y que el mercado de capitales puede inducir ganancias financieras, aquí se contemplan los planteamientos de la preferencia por la liquidez de Keynes, el principio de riesgo creciente de Kalecki y la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky.

La segunda vertiente contempla a la teoría del circuito monetario que se diferencia de las demás porque concibe al financiamiento como una variable que canaliza recursos de forma exclusiva a la actividad real, y la inestabilidad la comprenden como un fenómeno que deviene de la incertidumbre que surge a partir de políticas monetarias restrictivas y cálculos equivocados de las ganancias. Esta teoría resulta fundamental en tanto permite hacer un análisis sistemático sobre los sistemas financieros basados en estructuras crediticias.

El segundo capítulo titulado “Análisis Histórico – Institucional de las Estructuras Financieras” surge a partir de preguntarse cuál ha sido históricamente el papel del sistema financiero en el

desarrollo de las fuerzas productivas internacionales y cuáles han sido las formas a través de las cuales los bancos e intermediarios financieros no bancarios han operado en América Latina. Para ello, se propuso analizar a la luz de la discusión financiera institucional los factores que llevaron al cambio definitivo del modelo de acumulación en América Latina, de uno donde el Estado tenía un papel central, relevante y determinante en la conducción de la política económica hacia uno donde prima el parámetro de eficiencia.

Se plantea una discusión en dos secciones, en la primera de ellas se analizan las estructuras financieras basadas en mercados de capitales y mercados crediticios, y se reconoce que históricamente ha sido la alineación efectiva entre la política económica y el desarrollo de las fuerzas productivas propias lo que ha desencadenado procesos exitosos de desarrollo y convergencia económica.

En la segunda sección se analiza cómo a finales de siglo XX las diferencias propias entre las estructuras financieras se fueron desdibujando conforme más profundos eran los procesos de desregulación – globalización, y cómo esto provocó una reorganización financiera en donde la fuerte presencia de corporaciones no bancarias en el mercado de capitales se ha convertido en característica propia de los países desarrollados, mientras que regiones como América Latina siguen sin observar un despegue en su mercado de valores y además su mercado de crédito no se posiciona como un espacio de financiamiento funcional para la actividad productiva.

Los siguientes capítulos surgen a partir de cuestionar si en efecto las políticas de profundización financiera adelantadas en la región lograron impulsar un crecimiento económico con estabilidad, para ello se hace un análisis histórico y empírico, respectivamente. En el tercer capítulo titulado “Transformación Institucional del Sector Financiero: caso México y Colombia” se analizan las estructuras financieras mexicanas y colombianas a la luz de las transformaciones en la arquitectura financiera internacional a partir de la década de 1970, y cómo esto incidió en el cambio de los arreglos institucionales de cada país. Entre los principales hallazgos se encontró que dichos países transitaron por una senda de transición entre modelos de acumulación similar, por lo que las principales diferencias se dieron en términos de magnitud, es decir, la profundidad y velocidad con la que cada país enfrentó las fases de liberalización, desregulación, globalización e internacionalización.

Por último, en el cuarto capítulo titulado “Evolución de las Estructuras Financieras de México y Colombia” se hace un análisis a nivel empírico sobre cómo la transformación institucional de la era de la desregulación – globalización ha influido en la circulación del capital financiero en

México y Colombia. Para ello se analizan las trayectorias de crecimiento económico y sector externo, así como la evolución de los mercados de dinero, crédito y capitales a partir de la era de la globalización.

Entre los principales hallazgos se encontró que la inserción al modelo liderado por exportaciones tuvo efectos negativos sobre los procesos de acumulación de ambos países, destacando cuatro resultados centrales, en primer lugar, se dio una profundización del déficit crónico en cuenta corriente, por cuanto se mantuvieron las estructuras productivas desequilibradas propio del periodo ISI pero ahora acompañadas de un fuerte proceso de desindustrialización; en segundo lugar, se identificó un sistema bancario que no es funcional, en tanto, la creación de liquidez para la circulación al circuito productivo dejó de ser su función principal, por lo que esta institución se concentró en materializar sus ganancias en otras esferas, bien sea a partir del crecimiento de la cartera de crédito hacia los hogares o a través del aumento de sus actividades no crediticias.

En tercer lugar, se observó una desconexión entre los crecientes flujos de inversión extranjera (directa y de cartera) y el mercado de valores, de forma que el mercado de capitales no alcanzó un nivel de desarrollo suficiente para organizar la actividad productiva en torno de sí. Por último, el crecimiento de la emisión de bonos en las esferas internacionales de los agentes privados, en particular de las corporaciones no financieras ha influido drásticamente en las dinámicas de concentración y centralización del gran capital, profundizando así la naturaleza oligopólica del sistema de reproducción capitalista.

CAPÍTULO 1. TEORÍAS HETERODOXAS DEL FINANCIAMIENTO

INTRODUCCIÓN

El análisis del rol del sistema financiero en los ciclos productivos ha sido un aspecto central y relevante en la fundamentación teórica de la visión heterodoxa. Por una parte, se reconoce que en el sector financiero bancario reside la llave para iniciar el proceso productivo, esto gracias a la capacidad que tiene de adelantar liquidez y canalizarla al sector productivo a través del otorgamiento de créditos, lo que permite dinamizar la inversión. Por otra parte, se encuentran las instituciones financieras no bancarias, las cuales pueden adelantar liquidez a las empresas a través de la emisión de financiamiento de largo plazo que permite cancelar las deudas bancarias de corto plazo; aunque este financiamiento puede inducir a su vez especulación de títulos financieros. De forma que el sistema capitalista se caracteriza por ser una economía monetaria donde el dinero no es neutral y puede generar ciclos económicos.

En este sentido, el presente capítulo tendrá como objetivo central vincular teóricamente el papel de la banca y el mercado de capitales con la estabilidad económica, entendiendo los procesos de financiación y fondeo de la inversión en un contexto de dinámica especulativa. Para ello, se expondrán cuatro teorías heterodoxas del financiamiento, las cuales coinciden en cuatro aspectos fundamentales: (i) la inversión determina el ahorro; (ii) la demanda determina la oferta; (iii) la tasa de interés es una variable monetaria y; (iv) los bancos pueden crear dinero independientemente de los recursos reales (*ex-nihilo*).

A pesar de sus coincidencias también disienten en algunos aspectos relevantes, así las teorías expuestas se pueden segmentar en dos vertientes, en el primer grupo se considera que el financiamiento canaliza recursos para la producción y el mercado de capitales puede inducir ganancias financieras, aquí se contemplan los planteamientos teóricos de Keynes, Kalecki, Minsky y Toporowski. La segunda vertiente contempla a la teoría del circuito monetario que se diferencia porque concibe al financiamiento como una variable que canaliza recursos de forma exclusiva a la actividad real, y la inestabilidad la comprenden como un fenómeno que deviene de la incertidumbre que surge a partir de políticas monetarias restrictivas y cálculos equivocados de las ganancias.

Con el fin de un desarrollo más detallado de las teorías, el presente capítulo se dividirá en cinco grandes secciones: (i) se discute la teoría de la preferencia por la liquidez expuesta por Keynes; (ii) se discute la teoría de la inversión de Kalecki, que se fundamenta en el principio de riesgo creciente; (iii) se discute la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky así como la crítica de

Toporowski que surge a partir del concepto de sobrecapitalización; (iv) se discute la Teoría del Circuito Monetario y; (v) se presentan las conclusiones.

1.1. TEORÍA DE LA PREFERENCIA POR LA LIQUIDEZ

Keynes (1936/2003) ofrece una discusión sobre la inestabilidad financiera, esta la entiende a partir de la dinámica especulativa del sistema que surge a partir de movimientos permanentes en la tasa de interés que no se dan a través de un mecanismo de mercado eficiente, sino que surgen a partir de la capacidad que tienen los agentes de anticiparse al mercado de lo que ocurrirá en el futuro y así inducir ganancias en el corto plazo. A partir de este planteamiento Keynes construyó la teoría de la preferencia por la liquidez, en la cual la ausencia de “precios correctos” provoca que la incertidumbre tome un papel central.

El autor reconoce que hay tres motivos que determinan la preferencia de los individuos para tener activos líquidos: (i) el motivo transacción, que es la necesidad de mantener dinero para materializar las transacciones corrientes, este motivo a su vez se puede subdividir en el motivo gasto de consumo y el motivo negocios; (ii) el motivo precaución, que es el deseo de mantener y conservar el dinero actual en un futuro, ante gastos repentinos e imprevistos y (iii) el motivo especulación, que se entiende como “el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo” (Keynes, 1936/2003, p. 176).

Agrega Keynes, que en situaciones normales, el volumen de dinero resultado propio de la actividad económica puede satisfacer los motivos transacción y precaución; pero la administración monetaria a través del manejo de la tasa de interés es la que impacta directamente sobre el motivo especulación, de hecho agrega que más que el nivel puntual de la tasa de interés, el factor a considerar en este motivo es el grado de divergencia respecto a lo que considera como un nivel seguro de la tasa. Por lo que formaliza la demanda de dinero como sigue

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

Donde M_1 es el monto de efectivo requerido para satisfacer los motivos transacción y precaución, M_2 es la cantidad que satisface el motivo especulación, L_1 es la función de liquidez correspondiente al ingreso y L_2 es la función de liquidez de la tasa de interés (r) (Keynes, 1936/2003, p. 201).

Una característica propia de M_2 es que la tasa de interés asociada es la de largo plazo, que determina la preferencia por la liquidez, entendiendo este concepto como la “potencialidad o

tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés” (Keynes, 1936/2003, p. 174). Además, dicha tasa se determina en el mercado de capitales, en tanto se concibe como una variable que está en función de aspectos altamente psicológicos, y su valor absoluto dependerá de la opinión que el público en general tenga sobre su valor futuro, de hecho Keynes afirma que “cualquier nivel de interés que se acepte con suficiente convicción como probablemente duradero, será duradero; sujeto, en una sociedad cambiante, por supuesto, a fluctuaciones alrededor del nivel normal esperado debidas a toda clase de motivos” (Keynes, 1936/2003, p. 204).

De forma que la alta volatilidad que presenta el mercado de capitales impide que funcione como un espacio eficiente para la financiación de largo plazo de la inversión productiva. Para comprender este vínculo resulta indispensable considerar cómo se dan las decisiones de inversión, para ello se contemplan las expectativas de largo plazo, dado que es en este horizonte de tiempo cuando se pueden materializar los cambios de costos, técnicos y de financiamiento en el proceso productivo. En consecuencia, se supone que la inversión dependerá del estado de confianza que tenga el empresario sobre el cumplimiento de sus previsiones a futuro¹. En sentido estricto, para que la decisión de inversión se materialice, se requiere que el valor actualizado de los rendimientos futuros sean mayores al costo de capital, en este caso la tasa de interés (Levy-Orlik, 1999, p. 79), de lo contrario se preferirá invertir en activos líquidos propios del sistema financiero.

Una vez se cumpla dicha condición, se busca un crédito que adelante la liquidez que le hace falta al empresario para dar inicio al proceso de producción, así el papel de las instituciones financieras radica en cubrir el desfase entre la planeación y realización de la inversión. De forma explícita, Keynes argumenta que

La inversión planeada “ex-ante” debe asegurar su “provisión financiera” antes de que se ejecute propiamente la inversión, en otras palabras, antes de que se haya producido un ahorro correspondiente. Por lo que debe haber una forma de cerrar esta brecha entre el momento en que se toma la decisión de invertir y el momento en que realmente se producen la inversión y el ahorro. Esta brecha se subsana a través de los préstamos que

¹ Keynes afirma que lo que determinará si se efectúa la inversión es el estado de expectativas sobre el futuro donde intervienen “no sólo los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la confianza con que hagamos la previsión – de qué magnitud estimamos la probabilidad de que nuestro mejor pronóstico sea por completo equivocado” (Keynes, 1936/2003, p. 158)

se obtienen bien sea por el mercado de capitales o la banca comercial (Keynes, 1937a, p. 246).

No obstante, aunque la condición de que el valor actualizado de los rendimientos futuros sea mayor que la tasa de interés es condición necesaria para que se realice la inversión, no es una condición suficiente, en tanto, el empresario decidirá invertir sí y solo sí se cumplen las siguientes previsiones: (i) pueda obtener suficiente financiación a corto plazo durante el proceso de producción y (ii) eventualmente pueda financiar sus obligaciones a corto plazo mediante una emisión de largo plazo (Keynes, 1937b, p. 664).

Por tanto, es posible identificar el papel determinante de la banca comercial en el proceso de producción y crecimiento económico, dado que cuenta con la capacidad de proveer el financiamiento inicial y con ello regula en gran medida el ritmo de la nueva inversión. En otras palabras, la inversión logra financiarse a sí misma en tanto no requiere un volumen de ahorro previo para materializarse, de hecho, Keynes afirma que el mercado de inversión se puede congestionar ante la escasez de flujo de efectivo, pero nunca ante una escasez de ahorro (Keynes, 1937b, p. 669).

Ahora, el mercado de capitales tiene un papel determinante en la financiación final de la inversión, o lo que es lo mismo la intermediación del ahorro financiero determinado ex-post o fondeo de la inversión. El propósito principal del fondeo es permitir la cancelación de las obligaciones financieras de corto plazo con títulos de largo plazo; una vía para lograr esto es a través de la otorgación de liquidez de los activos ilíquidos, siendo esto la emisión de títulos que reflejen los rendimientos probables de la inversión de capital fijo previamente financiada con deuda bancaria. La otra vía es a través de la emisión de acciones, lo que “puede generar una relación directa (aunque no necesariamente estable) entre empresarios y dueños de los títulos financieros, permitiendo cancelar las deudas” (Levy-Orlik, 2013, p. 132).

Bajo esta lógica, resulta importante comprender el papel del ahorro (real y financiero) y cómo este depende de la generación del ingreso. Para ello, es importante recordar que un aumento de la inversión generará un efecto multiplicador más que proporcional en el ingreso, en tanto, el capital fijo adquirido seguirá produciendo y en consecuencia demandando bienes salarios e intermedios mientras dure su vida útil, de forma que aunque su financiación se hace en un periodo específico, su impacto sobre el nivel de ingresos será por múltiples periodos subsecuentes. En el marco de análisis keynesiano, si aumenta el flujo de créditos bancarios, aumenta a su vez el nivel de inversión, que incrementa, *ceteris paribus*, los ingresos expresados

en salarios y ganancias; dado que se supone una propensión media a consumir menor a la unidad, un aumento del ingreso refleja a su vez un aumento del ahorro real.

Lo que resulta determinante en el proceso de fondeo es que dicho ahorro real recircule al mercado de capitales, y esto ocurre gracias a las expectativas existentes sobre la tasa de interés futura, de forma que si hay perspectivas optimistas dicho ahorro adquiere títulos financieros, convirtiéndose así en ahorro financiero, que permite cancelar la obligación inicial la empresa (Levy-Orlik, 2013, p. 133). En dado caso de que las expectativas sobre la tasa de interés sean alcistas, el proceso de fondeo no da lugar, en tanto “el precio esperado de los bonos será menor que el actual, por lo que bajará el ahorro financiero” (Levy-Orlik, 2013, p. 63), en otras palabras, ante una perspectiva alcista de la tasa de interés, el ahorro real no se canaliza como ahorro financiero, lo que induce un aumento en la preferencia por la liquidez, y los agentes preferirán tener atesorado su ahorro hasta que la perspectiva de ganancia se recupere.

Así, el mercado de capitales garantiza un mecanismo que permite a las empresas reevaluar sus compromisos financieros de corto plazo por emisiones de largo plazo y provocando el cierre del circuito productivo. Sin embargo, para Keynes aquí radica el gran problema del sistema, y es que justamente el circuito no se cierra de forma virtuosa, dado que el mercado de capitales es altamente inestable, en tanto la intermediación y canalización del ahorro financiero ahora está en función de las ganancias financieras y no de los rendimientos propios de la inversión.

Esto ocurre porque en el sistema capitalista los inversionistas profesionales han predominado sobre el espíritu empresarial, lo que genera que los flujos de capital ahora dependan de factores subjetivos, en particular

[Los inversionistas profesionales] no se ocupan de lo que realmente significa un valor de inversión para el hombre que lo compra “para siempre”, sino de en cuánto lo estimará el mercado dentro de tres meses o un año, bajo la influencia de la psicología en masa (Keynes, 1936/2003, p. 163).

Cuando se asocian los factores subjetivos en la determinación de las decisiones sobre el ahorro financiero, se hace referencia a que el papel de los inversionistas profesionales es anticiparse al movimiento de la tasa de interés futura, y justo ahí radica la inestabilidad del proceso de fondeo, porque pasa de depender de factores reales a factores psicológicos poco previsibles. Por estas razones Keynes argumenta que en los mercados de crédito organizados, tal como el de Nueva York había mayor riesgo de especulación, dada la mayor liquidez a la que tenía acceso, y esto provocaba que el “desarrollo del capital se convirtiera en un subproducto de las actividades

propias de un casino, y si esto ocurría, es probable que aquel se realizará mal” (Keynes, 1936/2003, p. 167).

En resumen, el desarrollo y con ello la complejización de las instituciones financieras, si bien ha llevado a la organización de mercados de crédito que permiten realizar la producción a través de la creación de liquidez, y con ello aumentar los niveles de ingreso y ahorro; también ha provocado la formación y desarrollo de una institución que dota de alta inestabilidad al sistema: el mercado de valores, y dado que su comportamiento responde en esencia a las ganancias financieras inmediatas, ha provocado un quiebre en el ciclo, en tanto, los agentes preferirán la seguridad que brinda un mercado altamente líquido. Además, con ello se ha dado una transformación en los procesos de financiación, en donde, la creación de liquidez ya no responde exclusivamente a la inversión productiva, sino que ahora se canalizan recursos para la adquisición de títulos financieros.

1.2. KALECKI Y EL PRINCIPIO DE RIESGO CRECIENTE

Kalecki (1954/1956) a través del principio de riesgo creciente reconoce que los niveles de inversión están determinados por el tamaño de la empresa, en tanto la cuantía de capital con la que cuentan es la que permite el acceso creciente al capital rentista, de forma que se deja en evidencia el carácter oligopólico del sistema de producción capitalista, donde son las grandes empresas las que tienen acceso al ahorro que circula en los mercados de capitales y bancarios.

Se posiciona, entonces, el concepto de ahorro capitalista en el centro del debate, entendiendo este como el volumen de ganancias generados en periodos anteriores, una vez dichos ahorros recirculan a la actividad productiva se convierten en los fondos internos de las firmas, dicha recirculación se hace de manera parcial, en tanto “no solo puede destinarse una parte de las ganancias, en forma de ahorro, a inversión directa en la producción, sino que el incremento del capital de la empresa le permitirá obtener a su vez nuevos préstamos” (Kalecki, 1954/1956, p. 94), y esto resulta determinante en el volumen de inversión futuro.

Entonces, si las decisiones de inversión dependen de las ganancias generadas en periodos previos, vale la pena preguntarse qué es lo que determina su volumen, para Kalecki (1954/1956) “las decisiones de inversión y consumo determinan las ganancias, y no a la inversa” (p. 47), si se agrega que el autor considera el consumo capitalista como un elemento estable en el corto plazo, entonces los determinantes de las ganancias brutas se reducen, en el caso más sencillo, a un elemento, el gasto, constituyendo el centro del principio de riesgo creciente, que Joan Robinson resume de manera sucinta como “los trabajadores gastan lo que ganan y los

capitalistas ganan lo que gastan” (Toporowski, 2016, p. 131), así “la inversión una vez que se ha llevado a cabo prevé automáticamente el ahorro necesario para financiarse” (Kalecki, 1954/1956, p. 52).

De forma tal que cobra relevancia comprender de forma más detallada los determinantes de la inversión, porque es justo esta variable la que permite deducir al empresario que tendrá mayores ganancias futuras. Para Kalecki la única forma en que se tomarán nuevas decisiones de inversión, dado un entorno donde no resulta redituable invertir, es si hay cambios en: (i) la acumulación bruta de capital de las empresas, es decir, los ahorros brutos corrientes y (ii) las variaciones de las ganancias y del acervo de capital fijo que determinan conjuntamente variaciones de la tasa de ganancia (Kalecki, 1954/1956, pp. 97–98).

De manera más formal, las decisiones a invertir (D) deben ser iguales a la inversión en capital fijo (F), donde esta última variable cuenta con un rezago (τ), entendido como la distancia horizontal entre D y F, todas las variables se encuentran medidas en unidad de tiempo. De forma que el problema inicial de inversión se formaliza como sigue

$$F_{t+\tau} = D_t$$

Donde la tasa de decisiones de inversión de capital (D) se entiende como una función creciente del ahorro bruto total (S) en tanto, este último depende de tres factores determinantes: (i) la depreciación, (ii) las utilidades no distribuidas y; (iii) los “ahorros personales” materializados en la suscripción de nuevas emisiones de acciones. En este sentido, “la inversión podrá financiarse con fondos externos nuevos sobre la base de acumulación de capital de los empresarios” (Kalecki, 1954/1956, p. 98).

El otro factor que incluye en las decisiones de inversión son las ganancias (P), estas se consideran como las ganancias brutas totales después de impuestos y se encuentran a su vez deflactadas. De forma tal que la tasa de decisiones a invertir es función creciente de la variable $\frac{\Delta P}{\Delta t}$. Por su parte, el incremento neto de equipo de capital (K) afecta adversamente a la tasa de decisiones de invertir. Por tanto, esta última puede formalizarse de la siguiente manera

$$D = aS + b \frac{\Delta P}{\Delta t} - c \frac{\Delta K}{\Delta t} + d$$

Donde, (a) es el coeficiente del ahorro capitalista y su valor puntual se encuentra entre 0 y 1, esto en tanto recircula de forma parcial el ahorro capitalista a la inversión productiva, dado que por principio de riesgo creciente se diversifica la cartera del empresario para disminuir así la

percepción de riesgo; (b) representa el coeficiente de las ganancias corrientes y se asume que debe ser positivo, dado que un aumento en el nivel de ganancias corrientes refleja un mayor nivel de inversión; (c) representa el coeficiente de capital neto y su relación es inversa con las decisiones de inversión, en tanto, si se consideran las ganancias corrientes como constante, un aumento en el stock de capital reducirá la tasa de ganancia esperada y con ello se desincentiva la decisión a invertir; por último, (d) es una constante sujeta a cambios en el largo plazo. Retomando así la expresión inicial, se puede afirmar que la inversión en capital fijo por unidad de tiempo es

$$F_{t+\tau} = aS_t + b \frac{\Delta P_t}{\Delta t} - c \frac{\Delta K_t}{\Delta t} + d$$

Resulta claro que los movimientos cíclicos del nivel de inversión no dependen de la expectativa de la tasa de interés futura, de hecho, el autor reconoce esto como un factor no considerado, y argumenta que “esta simplificación obedece a que, la tasa de interés a largo plazo (medida por el rendimiento de los valores públicos) no acusa fluctuaciones cíclicas” (Kalecki, 1954/1956, p. 100) y sigue una trayectoria similar en el largo plazo a la tasa de ganancia.

Bajo este marco conceptual, resulta posible afirmar que la dinámica económica responde a un proceso cíclico guiado por el principio de riesgo creciente, en tanto, el acceso a los fondos externos de ninguna manera es ilimitado y presenta unos límites que provocan un crecimiento desigual entre las corporaciones. El primer límite es que aunque las empresas logren efectivamente acceder al mercado de capitales, estas

No recurren al potencial pleno a causa del “riesgo creciente” que supone la ampliación [...] Toda empresa que piense ampliarse tiene que reconocer el hecho de que, dada la cuantía del capital de empresa, el riesgo aumenta a medida que es mayor la cantidad invertida (Kalecki, 1954/1956, pp. 93–94).

El segundo límite hace referencia a que una vez las firmas logran acceder al mercado de capitales, su financiamiento es limitado dado que una emisión excesiva de acciones puede provocar que el empresario pierda el control sobre su propia firma. El tercer límite, es propio de la característica oligopólica de la producción industrial capitalista, en tanto “las pequeñas y medianas empresas no tienen acceso (o este es muy limitado) a la liquidez que circula en el mercado de capitales” (Levy-Orlik, 2019, p. 217), esto configura un entorno en el cual la gran empresa domina a la pequeña y mediana.

Este acceso desigual al mercado de capitales provoca un crecimiento asimétrico entre dichas corporaciones, dado que son las grandes empresas las que pueden acceder a los beneficios derivados del capital rentista, en términos de montos de capital prestado, pero también en términos de costos financieros, reflejados en tasas de interés y primas de riesgo más bajas, dado que se perciben como agentes menos riesgosos.

Mientras que las pequeñas y medianas empresas si pueden acceder al mercado de capitales, lo hacen a partir de costos prohibitivos (Steindl, 1945, p. 19), de forma que se ven obligadas a refinanciar sus obligaciones de corto plazo a través de crédito bancario, los cuales incluyen costos financieros más altos. Al respecto Steindl (1945) afirma que

Las empresas pequeñas dependen del financiamiento de corto plazo, además están obligadas a pedir prestado por encima de lo razonable por la inadecuación de su propio capital en comparación con los fondos requeridos para conducir de manera eficiente una empresa; así, su posición de financiamiento es relativamente insegura. Ello incrementa el costo de sus créditos (p. 20)

En resumen, el principio de riesgo creciente se posiciona como una teoría del tamaño de la empresa, que reconoce que en el mercado de capitales no se da una intermediación perfectamente eficaz de los flujos de financiamiento tal como lo pensaba Schumpeter (Toporowski, 2016, p. 38), es decir, no todos los agentes pueden acceder libremente al financiamiento, sino que este depende de los fondos internos con los que cuente, por tal razón, tal como lo afirma Kalecki (1954/1956, p. 96) el requisito más importante para convertirse en empresario es ser propietario de capital, y con éste estar en la capacidad de superar los límites impuestos por la dinámica del mercado.

1.3. HIPÓTESIS DE INESTABILIDAD FINANCIERA

Minsky (1986/2020) desarrolló el concepto de hipótesis de inestabilidad financiera que se tradujo en su expresión de la fragilidad financiera que se configura de forma inherente en el sistema. Para su consolidación, el autor parte de los fundamentos teóricos de Keynes y Kalecki, del primer autor retoma que los periodos de auge y depresión están guiados por los niveles de inversión, sin embargo, provee un análisis distinto del concepto de incertidumbre² al afirmar que los

² Con ello rechaza la teoría de la preferencia por la liquidez propuesta por Keynes (1936/2003), de forma que el movimiento de la tasa de interés deja de depender de factores puramente psicológicos y se reconoce así su naturaleza cíclica.

movimientos especulativos no solo dependen de la tasa de interés sino también del precio de los activos financieros.

Al igual que Keynes, posiciona a las instituciones financieras como los agentes determinantes en el ciclo, en tanto cuentan con la capacidad de adelantar liquidez, bien sea para dar inicio al proceso productivo o para la recirculación de capital en el sistema financiero no bancario. Reconociendo así que las decisiones de inversión no solo dependen del nivel de ingreso operacional y gasto de la firma, sino que el estado de la hoja de balance es crucial para determinar si la empresa se encuentra en una posición favorable para seguir ampliando su grado de apalancamiento y con ello permitir la continuidad y ampliación de sus actividades productivas. En palabras de Toporowski (2016, p. 178) la supervivencia de una firma dependerá del grado de liquidez de la empresa para hacer frente a sus compromisos de pago (pasivos), considerado a su vez sus derechos de pago (activos).

Por tanto, la liquidez de las firmas dependerá de las operaciones que se realicen sobre las hojas de balance, en particular, de la naturaleza del compromiso o derecho de pago que posea. Por una parte, hay obligaciones que surgen a partir de un contrato y que cuentan con unas condiciones de pago específicas, independiente del curso de la economía, tal como los créditos bancarios. Por otra parte, hay compromisos y derechos que responden al resultado de la economía, tal como las acciones, de forma que el flujo de efectivo previsto de la firma pasa a depender de los rendimientos probables que se determinen en el mercado de capitales, por lo que entra el componente de la incertidumbre en la determinación del estado final de la hoja de balance, a partir del cual da lugar el monto de inversión futura (Levy-Orlik, 2011, p. 119).

A partir de este planteamiento, Minsky optó por reformular la demanda de dinero dado que el comportamiento de los precios de activos de capital, así como el cuasidinero³, que influyen en la estructura de la hoja de balance de las firmas no tenía una expresión formal en el desarrollo teórico de Keynes. Por tanto, redefine la demanda de dinero como

$$M = M_1 + M_2 + M_3 - M_4 = L_1(Y) + L_2(r, P_K) + L_3(F) - L_4(NM)$$

Donde L_1 es la función de liquidez correspondiente al ingreso; L_2 es la función de liquidez de la tasa de interés y el precio de los activos de capital, siendo este el componente especulativo; L_3 es el motivo precautorio, donde se incorporan los compromisos financieros vigentes y L_4 es el efecto de la liquidez sobre el cuasidinero (Minsky, 1975/1987, pp. 85–86). Resalta de la expresión

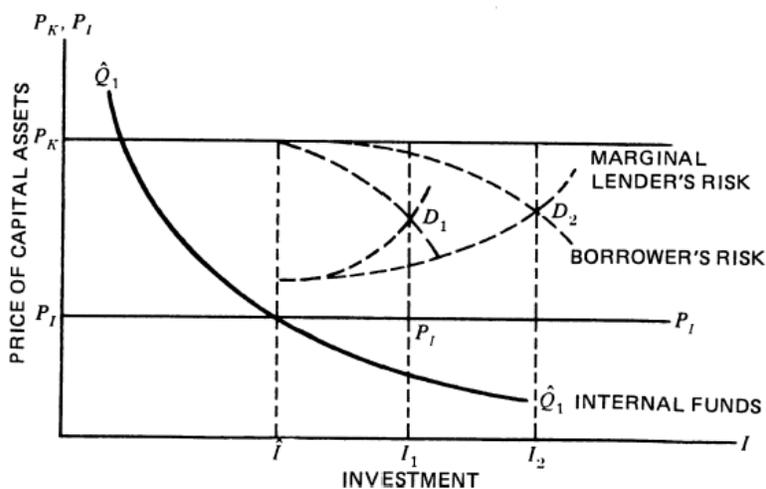
³ Se entiende como los activos financieros altamente líquidos

como se incluye a los precios de los activos de capital en la determinación de la demanda de dinero, esto indica que ahora los niveles de percepción sobre los precios de estos activos tienen un lugar importante en la concepción del ciclo de negocios.

Para comprender esto, Minsky reconoce que “en una economía capitalista hay dos niveles de precios, uno de la producción y el segundo de bienes de capital” (Minsky, 1982, p. 80). La determinación de estos precios afectará directamente la dinámica del sistema, por su parte, los precios de la producción incidirán en la demanda de producción actual, entendiéndose esta como consumo e inversión. Mientras que los precios de los activos de capital tienen una incidencia directa sobre la demanda de inversión.

A partir de esta consideración Minsky ilustra el mecanismo de ajuste a través del cual se toman las decisiones de inversión en una empresa representativa (ver Figura 1), por un lado se encuentra la demanda de la inversión (P_K), su precio asociado estará en función de los rendimientos probables que tenga la firma sobre determinados activos, así como de las condiciones de financiación y la oferta de dinero. Por su parte, la función de oferta bruta de inversión se expresa con el parámetro (P_I) y esta posición “depende de las expectativas a corto plazo” (Minsky, 1982, p. 81).

Figura 1. La determinación de la inversión en Minsky



Fuente: Tomado de Minsky (1982, p. 81)

De forma que, el nivel de inversión financiado exclusivamente con fondos internos (\hat{I}) se da como la intersección del volumen de fondos internos de la firma (Q_1) y el costo de reposición del capital (P_I). Para exceder este límite impuesto por los fondos internos, resulta indispensable acceder a un monto mayor de deuda que permita materializar un nivel más alto de inversión, esto inducirá

un aumento de P_1 dado que esta variable responde inmediatamente ante los cambios en los costos de financiación. Como se está aumentando el grado de apalancamiento de la firma, es posible deducir por principio de riesgo creciente⁴ que su costo también aumenta, dicho costo se conoce como riesgo del prestatario.

Por su parte, el riesgo del prestamista responde a los factores asociados al precio de demanda de inversión, y este se ve reflejado más puntualmente en los contratos de financiamiento que indican bien sea mayores tasas de interés, plazos de vencimiento menores, compromisos de una garantía colateral o restricciones de pago de dividendos (Minsky, 1975/1987, p. 121). De forma tal, que la decisión de inversión se materializará en el punto donde estos dos riesgos se igualen.

Este mecanismo de ajuste se da a partir de la consideración de que el riesgo del prestamista aumentará a medida que aumente el precio de financiación externo o se disminuya el grado de liquidez de la firma, mientras que el riesgo del prestatario se establece como un fenómeno subjetivo que establece límites en la relación entre los compromisos de pago y las ganancias brutas (Minsky, 1982, p. 82, 1986/2020, pp. 317–319). En este sentido, la diferencia entre \hat{I} e I_1 se entiende como los fondos que tuvo que apalancar la empresa con fondos externos para poder materializar su decisión de inversión; asimismo, la distancia horizontal entre \hat{I} e I_1 dependerá de la divergencia inicial entre el precio de demanda y de oferta de la inversión.

En este sentido, las instituciones financieras juegan un rol determinante en el nivel de inversión y con ello en el movimiento del ciclo, en tanto, el aumento de la inversión generará un aumento del nivel de endeudamiento, de forma que la inestabilidad del sistema pasa a estar en función de las estructuras financieras, formalizando así la Hipótesis de la Inestabilidad Financiera – HIF. En ella reconoce que la composición de carteras de las firmas permite establecer su posición dentro del sistema, identificando así tres posiciones: (i) cubierta; (ii) especulativa y (iii) Ponzi.

La primera de ellas, la define como aquella donde las empresas pueden solventar sus obligaciones financieras con su flujo de caja, la segunda, es donde la unidad puede cubrir los intereses de su obligación a partir de sus flujos de efectivo, pero no puede pagar el capital principal, de forma que requiere refinanciar su deuda. Por último, la estructura Ponzi, es aquella donde el agente no cuenta con un flujo de efectivo suficiente ni siquiera para cubrir los intereses propios de su deuda, por lo que para hacer frente a sus obligaciones debe vender parte de sus activos o acceder a nuevas deudas (Minsky, 1992, p. 7).

⁴ ver Kalecki (1954/1956, Capítulos VIII–IX)

Así, desarrolla una explicación teórica a partir de las fases que se dan en el ciclo de negocios a partir de un *boom* de inversión, concluyendo que durante la expansión del auge de la inversión especulativa, el sistema está sembrando la semilla de su propia destrucción (Minsky, 1975/1987, p. 90). Esta explicación la atribuye a que

Durante los periodos de expansión, las entidades financieras siempre en busca de mayores beneficios inventan nuevas formas de dinero, sustitutos de dinero en las carteras y técnicas de financiación para diversos tipos de activos: en tiempos de bonanza la innovación financiera es una característica de nuestra economía (Minsky, 1986/2020, p. 299).

Este comportamiento a su vez induce a un *boom* en el mercado de capitales, dado que se aumenta el flujo de financiamiento, lo que permite la expansión de la hoja de balance de los agentes, que conlleva un aumento del precio de los activos financieros, provocando un incremento del riesgo, tanto de los prestatarios como de los prestamistas generando así un ciclo expansivo, en el cual siguen aumentando las innovaciones financieras. Si el sistema cuenta con estructuras muy apalancadas, los agentes se verán obligados a refinanciar sus deudas de corto plazo, de forma que incrementa la percepción de riesgo por parte de los bancos, lo que provoca que limiten la disponibilidad de crédito, con ello suben la tasa de interés, y así cae la demanda de activos financieros y en consecuencia su precio, llevando así a la fase depresiva del ciclo, dado que las perspectivas sobre las ganancias caen drásticamente.

Este escenario resulta altamente perjudicial para las firmas que cuentan con un posición Ponzi, en palabras de Levy-Orlik (2011, p. 120) el *boom* de inversión conlleva a que se aumente el monto de su deudas en relación con los activos de la empresa, lo que provoca que aquellas empresas con estructura Ponzi deban vender masivamente sus títulos financieros, generando un proceso de deflación de deuda y con ello un estancamiento económico. En este sentido, para el autor, las crisis tienen un carácter endógeno, siendo la inversión el motor del ciclo, al ser el componente más inestable.

Lavoie & Seccareccia (2001) y Toporowski (2000) critican esta aproximación teórica, argumentan que el análisis ofrecido por Minsky ignora el principio de demanda efectiva, en tanto, su mecanismo de determinación de precios parte de una concepción microeconómica de empresa representativa, y las conclusiones propias de una empresa las traslada al nivel macroeconómico (Lavoie & Seccareccia, 2001, p. 85). Esto ocurre porque la HIF supone que los movimientos cíclicos son explicados por el gasto de inversión, en palabras de Levy-Orlik (2011, pp. 120–121)

para Minsky el proceso de inestabilidad surge a partir de la asimetría que se da entre el momento que se realiza el gasto y el momento en que se recupera a través de la generación de ingreso, es decir, omite la ecuación fundamental de ganancias⁵, en donde un mayor gasto induce mayor ingreso y con ello mayores ganancias.

Ante este límite Toporowski (2000, 2022) afirma que el ciclo en lugar de estar guiado por los niveles de inversión está determinado por los flujos netos de capital, lo que implica la configuración de procesos de sobrecapitalización⁶. Esto ha llevado a que los departamentos de tesorería de las grandes corporaciones se expandan de forma acelerada induciendo un cambio en la arquitectura financiera, por lo que el rol de deficitario neto que era propio de las empresas se transformó y ahora se conciben como agentes superavitarios. Al respecto, Seccareccia (2013) afirma que

A partir del periodo de capitalismo financiero, en lugar de que la industria sea el prestatario neto en relación con el sector bancario, las ganancias crecientes y las utilidades retenidas asociadas con una inversión empresarial relativamente débil han transformado (o rentabilizado) lentamente al propio sector empresario no financiero en un prestamista neto que busca salidas rentables que proporcionen altos rendimientos financieros para sus fondos internos (p. 282).

En resumen, las decisiones empresariales ahora se basan en el valor accionario más que en las ganancias corrientes que de la actividad productiva pueden derivar, lo que ha conllevado a un aumento del apalancamiento sin que necesariamente se vean incrementados los niveles de inversión productiva, de forma que los movimientos a lo largo del ciclo no pueden estar explicados puramente por los niveles de inversión, sino que entra en discusión la ampliación de la hoja de balance de forma no orgánica, un ejemplo de ello es el aumento acelerado de operaciones de tipo fusiones y adquisiciones que ha dado lugar a partir de la década de 1990.

1.4. TEORÍA DEL CIRCUITO MONETARIO

La teoría del circuito monetario – TCM, es fundamental para entender cómo se da el flujo de dinero entre los diversos agentes que permiten la reproducción del sistema, de forma explícita, esta teoría reconoce que las principales relaciones capitalistas se dan entre empresas, hogares y el sector financiero; y surgen como un proceso de creación y destrucción de dinero. Graziani

⁵ Ver Kalecki (1954/1956, Capítulos III–V)

⁶ Este proceso se ha dado como resultado del auge que ha tenido el mercado de capitales a partir de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, este auge ha permitido acceder a las empresas a un flujo de financiamiento muy barato, dado que pueden emitir acciones en un entorno de precios crecientes.

(2003, p. 17) afirma que la TCM concentra su análisis en la cadena de pagos que se da entre los agentes, la cual comienza con la creación de medios líquidos, pasando por las sucesivas utilidades del dinero en el mercado y terminando con la destrucción financiera del dinero. Por tanto, es posible intuir que en este análisis resulta determinante el componente de solvencia, es decir, la creación de dinero surge a partir de la confianza de que, en este caso, las empresas puedan hacer frente a sus obligaciones financieras.

Siguiendo a Graziani (2003, p. 1) los principios teóricos básicos se pueden sintetizar en tres proposiciones principales: (i) distinción entre bancos y empresas; (ii) determinación endógena del dinero y; (iii) rechazo de la teoría marginal de la distribución. Estos fundamentos surgen a partir de la noción que tienen sobre el dinero, en primer lugar, todo dinero es deuda, es decir, la creación de dinero únicamente es posible si se debe efectuar un pago, dado que este pago permite el surgimiento de dos relaciones de deuda: (a) el agente que realiza un pago se convierte en deudor y; (b) quien recibe el pago se convierte en acreedor del sistema bancario (Graziani, 2003, p. 65).

Así, el dinero es concebido como una variable estructuralmente endógena y no neutra, de forma que la demanda de créditos otorgada a los agentes solventes responde a las necesidades productivas. Es justo esta característica, la que dota a los bancos comerciales como un agente especial dentro de las relaciones de producción, dado que es el único agente que cuenta con la capacidad de adelantar liquidez, a través de la emisión de pasivos contra sí mismos. Para Rochon (2002)

El dinero es un constante recordatorio de la existencia de deuda. Cada una de las relaciones jerárquicas giran alrededor de la deuda. El dinero es el resultado de una intrincada relación de deuda. En este sentido, el dinero existe dentro de una relación social específica de endeudamiento financiero, bipolar por naturaleza: debe haber siempre un deudor cada vez que existe un acreedor. Esta analogía se mantiene en cada etapa del circuito monetario (p. 149).

La TCM plantea en su versión inicial que el circuito se puede segmentar en cinco fases. La primera se denomina financiamiento inicial, en ella se parte del supuesto que las firmas cuentan con acceso al financiamiento limitado por su nivel de solvencia, de forma que la banca acomoda la deuda demandada por agentes solventes y así inicia el proceso productivo, dichos recursos se transfieren del banco a la firma a través de un compromiso contractual, en el cual se estipula que para la cancelación de la deuda se debe devolver el capital más el monto de intereses, y

este último se determina a partir de la tasa de interés definida por el banco central más un margen de ganancia.

La segunda fase tiene lugar cuando inicia el proceso de producción, para esto las empresas deben adquirir fuerza de trabajo y bienes intermedios, aumentando así el ingreso en los hogares. En este proceso se identifican dos componentes, primero, las empresas tienen total independencia sobre el volumen de bienes a producir, así como el nivel de empleo requerido para realizar la producción y, segundo, las decisiones de gasto de los trabajadores dependen exclusivamente del ingreso ganado en forma de salario.

En la tercera fase del circuito, se realizan las mercancías producidas por las firmas donde se distinguen dos tipos de bienes: (i) de consumo que se venden a los trabajadores y (ii) bienes de inversión que se intercambian en el sector empresarial (Graziani, 2003, p. 29). En esta fase las familias adquieren bienes y de esa forma su ingreso fluye hacia las firmas en forma de ingresos operacionales. Por su parte, en la cuarta fase se da el cierre del circuito, aquí se indica que al retornar el dinero a las empresas gracias al gasto de las familias, las firmas estarán en la capacidad de reembolsar el crédito inicial, lo que da lugar a la destrucción financiera del dinero.

Sin embargo, hay un escenario que aún no se ha evaluado, y es que los trabajadores decidan ahorrar una parte de su salario en saldos líquidos, esto se denomina una fuga del circuito y provoca que los empresarios no puedan pagar sus obligaciones financieras, lo que resulta en un cierre parcial del circuito (Graziani, 2003, p. 30). Junto con este límite se contempla como una omisión el pago de los intereses de las firmas para con los bancos, en palabras de Graziani (2003)

Es evidente que, dado que el único dinero que existe en el mercado es dinero que los bancos han prestado a las empresas, incluso en el caso más favorable, las empresas solo pueden pagar el dinero principal de su deuda y, de todos modos, no pueden pagar el monto de intereses. Para conseguir el dinero necesario para satisfacer sus pagos de intereses, lo único que pueden hacer es vender parte de su producto a los bancos, lo que equivale a decir que los intereses solo pueden pagarse en especie (p. 31).

Esta conclusión fue criticada, en particular Bossone (2001, p. 859) argumenta que esta omisión se da porque la TCM, en su versión inicial, otorga un gran énfasis al papel de los bancos como creadores de dinero y con ello iniciadores del circuito, mientras que se omite el rol de los intermediarios financieros no bancarios en el cierre del circuito, y estos agentes son importantes en tanto, cuentan con la capacidad de canalizar los ahorros financieros en los mercados de

capitales hacia las empresas y así permitir la cancelación de las obligaciones financieras de corto plazo por emisiones de largo plazo⁷.

Esta crítica fue apropiada por Graziani (2003) quien en su capítulo *El rol de los mercados financieros* reconoce el papel del ahorro financiero en el cierre del circuito. En un principio admite que los bancos y las firmas compiten por el monto de ahorro financiero que decidan los trabajadores, esto en tanto, cualquier monto de ahorro que decidan se refleja como una pérdida de liquidez de las empresas lo que provoca un aumento de su deuda bancaria. A esto agrega que la competencia entre estos dos agentes se da a través de los intereses que pagan en los títulos financieros que emiten las empresas y la tasa de interés que pagan los bancos a los depósitos bancarios.

No obstante, estos movimientos se realizan en dos mercados diferentes, el primero de ellos da lugar en el mercado de capitales, mientras que el segundo se realiza en el mercado de dinero (Graziani, 2003, p. 115). Como la situación final esperada es que las firmas puedan reembolsar el crédito inicial más el monto de intereses, lo que se busca es que la oferta de títulos financieros colocada en el mercado de capitales logre absorber el total de ahorro financiero de los hogares para que se logre pagar el principal de la deuda, sin embargo, aunque se dé este escenario sigue persistiendo el problema de pago de intereses.

Al respecto Bossone (2001, p. 869) alude que la única forma para pagar los intereses (en dinero) es que los bancos comerciales inyecten nueva liquidez al circuito a través del otorgamiento de crédito. Pero ahora el sistema financiero no bancario juega un rol determinante porque la cadena de pagos seguirá la siguiente secuencia: (i) los bancos emiten una obligación financiera de corto plazo que suscriben las empresas; (ii) con este nuevo monto adelantado las empresas se encuentran en la capacidad de pagar los intereses adecuados de la obligación inicial; (iii) los bancos reciben estos ingresos, que se configuran como ganancias, y los reinvierten en el mercado de títulos; (iv) las firmas toman prestado de nuevo este capital y se encuentran en la capacidad de cancelar su obligación; (v) el dinero recién creado vuelve a fluir a los bancos emisores, y por lo tanto, se destruye. En palabras del autor, en la medida que los bancos crean nueva liquidez de forma permanente, crean un escenario propicio en el cual, las empresas pueden convertir sus deudas de intereses a corto plazo en pasivos de largo plazo.

⁷ Una crítica alternativa a este límite fue la propuesta por Seccareccia (2013, p. 284) quien afirma que la omisión del pago de intereses se resuelve al incluir el pago de salarios de trabajadores de la banca, dicho ingreso fluye en el circuito hasta transformarse en ganancias capitalistas, y de esta forma las firmas ya están en la capacidad de pagar los intereses generados por sus montos de deuda.

Ahora, la TCM tiene una visión diferente de la incertidumbre a la desarrollada en los apartados previos, como se dota a la moneda con un carácter estructuralmente endógeno, no da cabida a procesos especulativos y mucho menos a las dinámicas de sobrecapitalización, de forma que no proporcionan un desarrollo particularmente complejo de la estructura financiera. Sin embargo, esto no indica que no contemplen procesos desestabilizadores dentro del sistema, contrario a ello, ofrecen una discusión en términos de micro y macro incertidumbre. En palabras de Rochon (2006)

La microincertidumbre se definirá como la que surge de la “probabilidad” de que un prestatario bancario en particular incumpla, debido a ventas insuficientes o la incapacidad de generar suficientes ganancias para reembolsar la deuda bancaria independientemente del ciclo comercial. La macroincertidumbre, por otro lado, se define como la ignorancia sobre el nivel futuro de la demanda efectiva y el ciclo económico, y el nivel desconocido de las tasas de interés reales establecidas por el banco central. La macroincertidumbre afecta a todas las empresas (p. 178).

En otras palabras, la inestabilidad dentro de la TCM se entiende a partir de la incertidumbre que tienen los bancos respecto a la solvencia y la garantía de pagos futuros de las empresas; así como de las consecuencias derivadas de una recesión o de la decisión de subir las tasas de interés por parte del banco central, lo que va a afectar directamente la capacidad de la firma para cumplir con sus obligaciones financieras. De forma tal, que la presencia de estos dos tipos de incertidumbre inducen a que los bancos inicien una serie de apuestas, unas sobre la solvencia del prestatario y otras sobre el ciclo de negocios.

Esta dinámica puede desarrollar un proceso desestabilizador, en tanto, la banca comercial se encuentra en una posición en la cual puede restringir los niveles de inversión y por efecto multiplicador puede afectar el nivel de ingreso, en la medida que pueden negarse a otorgar nuevos créditos e incluso refinanciar a agentes efectivamente solventes, de forma que lo inestable de este proceso radica en que la decisión de los bancos se basa ahora en “brotes repentinos de optimismo y pesimismo” (Rochon, 2009, p. 61).

En resumen, en la TCM los bancos comerciales cuentan con una capacidad especial que les permite iniciar el proceso de producción, sin embargo, si su decisión de inyectar liquidez obedece a una serie de apuestas sobre la solvencia del agente según la posición del ciclo en que se encuentre, el proceso de producción será inestable, dado que eventualmente se detendrá la cadena de pagos. Esto es demás problemático en tanto en esta teoría el crédito inicial se

desembolsa para efectuar un pago, y dicho pago se configura como el generador de ingresos, por tanto, si no se adelanta liquidez, el gasto no puede seguir y con ello se detiene la generación futura de ingreso.

CONCLUSIONES

A lo largo del capítulo se presentó una discusión teórica sobre el papel de las instituciones financieras en la determinación de los niveles de inversión y producto y cuáles son sus vínculos con los procesos de inestabilidad económica. Este desarrollo se realizó a partir de la corriente heterodoxa, la cual considera en cada una de sus vertientes que es el gasto el que determina el ingreso, de forma específica se argumentó que la inversión es el gasto originario que da lugar a la generación de ingreso; no obstante, las firmas para materializar la inversión deben contar con los fondos suficientes, y es justo ahí donde el rol de los bancos es determinante, en tanto, son los únicos agentes dotados con la capacidad de adelantar liquidez, que es otorgada a las empresas en forma de créditos. En otras palabras, es justo en el crédito donde reside la llave para iniciar el proceso de producción.

Para desarrollar este punto se consideraron cuatro teorías: la teoría de la inversión de Keynes y Kalecki, la Hipótesis de Inestabilidad Financiera y la Teoría del Circuito Monetario. A nivel general, las cuatro teorías coinciden en dos aspectos fundamentales: (i) la noción de dinero endógeno y no neutralidad del dinero y (ii) el papel de las instituciones financieras al permitir el financiamiento de las empresas para que dé lugar el proceso productivo; lo que implica que en las hojas de balance de los bancos la causalidad va de los activos a los pasivos, o lo que es sinónimo, los bancos cuentan con la capacidad de crear dinero *ex nihilo* a través de la emisión de pasivos contra sí mismos.

No obstante, aunque importantes son las coincidencias en las teorías expuestas, también son significativas sus divergencias, las cuales se centran en los mecanismos de fondeo de la inversión y con ello la concepción del mercado de capitales en la economía; esta diferencia los lleva en última instancia a disentir acerca de las fuentes de inestabilidad financiera que se dan dentro del sistema.

Keynes afirma que en el sistema capitalista el cierre del circuito no se da de forma virtuosa, y esto ocurre por la inestabilidad propia del mercado de capitales, en donde el proceso de cancelación de deudas tiene problemas porque una vez el ahorro financiero entra al mercado secundario deja de estar en función de los rendimientos propios de la inversión y pasa a estar en función de las ganancias financieras, de forma tal que aunque el desarrollo de los mercados

financieros ha llevado a la complejización y organización de las relaciones financieras, también ha conllevado el desarrollo de una institución que dota de alta inestabilidad al sistema.

Por su parte, Kalecki a través del principio de riesgo creciente, formaliza una teoría de la inversión en entornos de estructuras oligopólicas, en donde el acceso al capital rentista es limitado en montos y tiene costos prohibitivos para las pequeñas y medianas empresas, de forma que estas últimas no pueden acceder sistemáticamente a los beneficios que ofrece el mercado de capitales para así superar los límites impuestos por el mercado, y se ven obligados a depender del financiamiento bancario.

El aporte central de Minsky radica en definir el ciclo de negocios como una función del nivel de inversión, para llegar a esto redefinió el concepto de incertidumbre propuesto por Keynes, rechazó la teoría de la preferencia por la liquidez, incluyó el principio de riesgo creciente y definió que las instituciones financieras se fondean a sí mismas a través de la expansión de innovaciones financieras. Esto le permitió concluir que la naturaleza frágil del sistema surge como una asimetría entre el gasto (mayor endeudamiento) y la inversión, de forma que este descalce permite que dé lugar movimientos cíclicos. Bajo esta perspectiva, no hay forma de evitar las crisis porque es justo en el auge cuando los tiempos parecen estar tranquilos que se profundiza la fragilidad financiera del sistema, de forma que las crisis tienen un carácter endógeno. Algunas de las críticas a esta postura afirman que Minsky olvida por completo la ecuación general de ganancias, de forma que omite que un mayor nivel de endeudamiento conlleva a un mayor nivel de ingreso, de modo que no da lugar el descalce entre estas variables, por lo que el ciclo no puede estar guiado por los niveles de inversión.

Por último, aunque la Teoría del Circuito Monetario no cuenta con un desarrollo particularmente complejo de los mercados de capitales que permita hacer un análisis de los flujos especulativos, en definitiva sí ofrece una discusión sobre las dinámicas inestables del sistema, esto lo hace en términos de macro y microincertidumbre, donde se concluye que la inestabilidad no deviene de movimientos sobre la tasa de interés, ni de movimientos semiendógenos de la deuda, sino que son un problema de decisiones, en particular de política económica, dado que pueden reflejar señales negativas sobre la tasa de ganancia y con ello se rompe la cadena de pagos.

CAPÍTULO 2. ANÁLISIS HISTÓRICO - INSTITUCIONAL DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS

INTRODUCCIÓN

A lo largo de la evolución del sistema de producción capitalista los países han transitado por diversas sendas que los han conducido al desarrollo económico, dichos caminos han dependido de sus propios arreglos institucionales, así como de la política dominante de la época. De forma que los procesos de industrialización no se han dado a partir de arreglos institucionales homogéneos, sino que es la alineación efectiva entre la política económica y el desarrollo de las fuerzas productivas propias lo que ha desencadenado procesos exitosos de desarrollo y convergencia económica.

Estos procesos han ido de la mano con la evolución de las estructuras financieras, en tanto la dinámica industrial propia de cada país ha llevado a que se generen múltiples relaciones políticas entre la banca, la industria y el nivel de financiamiento. Planteamientos como los de Amsden (1989, 2001), Kregel (2019) y Zysman (1983) reconocen que las estructuras financieras han dependido del periodo en el cual cada país se industrializó, así como de las condiciones políticas y sociales reinantes en el periodo de cambio, identificando así dos formas de organización financiera centrales: (i) estructura financiera basada en el mercado de capitales y (ii) estructura financiera basada en la estructura bancaria. Donde la primera organización es propia de países como Inglaterra y Estados Unidos, y la segunda es propia de países de Europa Continental, Japón y aquellos de industrialización tardía.

No obstante, a partir del periodo de globalización de finales de siglo XX las diferencias propias de cada estructura se fueron desdibujando, el ascenso de las corporaciones financieras no bancarias y con ello el desarrollo de nuevas formas de interacción entre las instituciones no financieras y el mercado de capitales contribuyeron a la complejización del sistema financiero, dado que este mercado se consolidó como el espacio donde se centralizan y concentran los grandes capitales. Esto llevó a la dominación del capital financiero sobre el productivo, y con ello la subordinación de los intereses de política pública interna a los rendimientos de capital privado.

En este sentido, el objetivo del capítulo se enmarca en analizar a la luz de esta discusión institucional los factores que llevaron al cambio definitivo del modelo de acumulación, de uno donde el Estado tenía un papel central, relevante y determinante en la conducción de la política económica hacia uno donde prima la eficiencia. Esta transformación llevó a una reorganización del mercado financiero, en donde la fuerte presencia de corporaciones no bancarias en el

mercado de capitales se ha convertido en característica propia de los países desarrollados, mientras que regiones como América Latina han observado un proceso en el cual el gran capital encuentra su espacio de valorización en esferas internacionales, más que en mercados domésticos.

Este capítulo contiene tres secciones principales. En la primera de ellas se expondrá la discusión institucional de las estructuras financieras; el segundo apartado contempla el panorama internacional a partir de la década de 1960, y los factores que contribuyeron a la transformación de la arquitectura financiera internacional y con ello el cambio de paradigma en la conducción de política económica; por último, en la tercera sección se presentan las conclusiones generales.

2.1 DISCUSIÓN INSTITUCIONAL DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS

Históricamente el proceso de industrialización se ha dado paralelamente con el desarrollo de las estructuras financieras nacionales, la dinámica industrial propia de cada país ha llevado a que se generen múltiples relaciones políticas entre la banca, la industria y el nivel de financiamiento (Zysman, 1983, p. 55). De forma que es imposible pensar en un desarrollo homogéneo de la estructura de financiamiento para todas las etapas de industrialización. Por tal motivo, autores como Amsden (1989, 2001), Kregel (2019) y Zysman (1983) reconocen que las estructuras financieras han dependido del periodo en el cual el país se ha industrializado, así como de sus condiciones políticas y sociales reinantes en el periodo de cambio.

Las estructuras financieras han dependido de la oleada en que la industrialización dio lugar, es así como en la primera revolución industrial y parte de la segunda, Inglaterra y Estados Unidos se enfrentaban a condiciones favorables que les permitieron expandir sus innovaciones tecnológicas sin requerir montos de financiamiento externo muy grandes. Para Inglaterra y Estados Unidos estas condiciones fueron diferentes, en el primer país confluyeron los siguientes factores: reducido volumen de inversión, productividad relativamente constante, cambios poco drásticos a nivel sectorial⁸ (Levy-Orlik, 2013, pp. 186–187), preponderancia de la acumulación de capital en manos de capitalistas individuales, el retorno de grandes volúmenes de capital

⁸ Para Hilferding (1910/1971, p. 340) los cambios poco drásticos a nivel sectorial y en consecuencia el poco dinamismo en el crecimiento económico en las primeras etapas de la industrialización es que Inglaterra debía vencer las dificultades iniciales, dominar todos los obstáculos que llevaba consigo la falta de obreros especializados, directores técnicos e ingenieros; vencer el retraso de la técnica, crear la organización comercial, fomentar el desarrollo del crédito y acelerar la proletarización mediante la destrucción de la artesanía y la disolución de la vieja economía campesina, en una frase: crear todo lo que constituía el fundamento de la ventaja inglesa.

procedentes de la explotación de colonias y la explotación de monopolios comerciales ingleses (Hilferding, 1910/1971, p. 343).

Estados Unidos, por su parte, aunque siguió una trayectoria similar, se diferenció del proceso inglés, en particular porque su dinámica de industrialización se asentó principalmente en la sociedad por acciones⁹, además que “la magnitud de su espacio económico le permitía una extraordinaria especialización en sus industrias” (Hilferding, 1910/1971, p. 350) generando un desarrollo industrial acelerado aun en entornos de proteccionismo, de forma que su éxito económico responde al desarrollo endógeno de sus fuerzas productivas que permitieron complementar un dinámico crecimiento económico con una creciente productividad. Pese a sus diferencias, en ambos países predominó la financiación de la industrialización con “la reinversión de las ganancias y la canalización de la acumulación dineraria comercial hacia la manufactura” (Levy-Orlik, 2013, p. 188).

Las experiencias de industrialización posteriores tales como la de Europa Continental, Japón o los países de industrialización tardía se enfrentaron a condiciones diferentes, en primer lugar, requirió intervención pública a distintos niveles para así estimular el desarrollo de sectores específicos. En segundo lugar, estos países se enfrentaron a una ardua competencia internacional, que implicaba un desarrollo industrial a escalas más especializadas y complejas. En particular, la industrialización de mediados de siglo XX contó con una singularidad, y es que por primera vez en la historia los países atrasados se industrializaron sin innovaciones propias, sino que su proceso de convergencia obedeció a dinámicas de aprendizaje puro (Amsden, 2001, p. 2). A continuación se analizan más en detalle cada una de las estructuras expuestas.

2.1.1 Estructura financiera basada en mercado de capitales

Esta estructura financiera se caracteriza por el desarrollo y fuerte presencia de instituciones financieras no bancarias, las cuales abrieron el paso a la fase oligopólica del capitalismo¹⁰ donde la intermediación existente en el mercado de capitales daría lugar al fondeo eficiente de la

⁹ Estas fungían como el medio para procurar el capital necesario que, debido a la escasa acumulación, no sólo no poseía el capitalista industrial individual, sino tampoco la clase capitalista considerada como un todo (Hilferding, 1910/1971, p. 343)

¹⁰ Para Hilferding (1910/1971, pp. 363-366) la evolución hacia el capitalismo financiero creó en los Estados un fuerte impulso a la exportación de capital, donde los *cartels* y *trust* tomaron el papel de protagonistas, esto por diversas razones: (i) estaban presentes en las industrias pesadas; (ii) el impulso hacia la expansión de la producción era muy fuerte por lo que la apertura a nuevos mercados satisfizo esta necesidad; (iii) gracias a los superbeneficios, los *cartels* disponían siempre de capitales dispuestos para la acumulación y (iv) la posibilidad de las ganancias de fundación debida a la emisión de acciones por las nuevas empresas, se convirtieron en un fuerte motivo para la exportación de capital.

inversión. De forma particular, esta estructura requiere para su buen funcionamiento un mercado de capitales amplio y profundo, en el cual coincidan un gran número de oferentes y demandantes de forma que los precios se determinen en un entorno competitivo. Este mercado tiene dos segmentos, en el primario se emiten nuevos títulos y en el secundario se comercializan, lo cual otorga liquidez a los instrumentos financieros, en este contexto las innovaciones financieras tienen un papel determinante en el proceso de valorización del capital, lo que da lugar a una dinámica acelerada de centralización y concentración. En este sentido, la existencia de un mercado de capitales activo implica, en palabras de Zysman (1983, p. 70), que las firmas no dependan del crédito bancario para financiar los proyectos productivos de largo plazo.

Además, en esta estructura tanto el banco central como el gobierno tienen un papel limitado, lo que no significa que no influyan en el proceso de asignación de recursos¹¹; como última característica las instituciones financieras no podrán actuar como propietarios o gerentes de ninguna corporación no financiera. En resumen, en esta estructura se ubican a los bancos, las empresas y al gobierno en distintas esferas, donde las condiciones competitivas del mercado aseguran que las dinámicas de negociación se den de forma correcta (Zysman, 1983, p. 70).

Esta organización también se conoce como el modelo anglosajón dado que apareció inicialmente en Inglaterra en la primera revolución industrial, para posteriormente expandirse a Estados Unidos. Una de las características comunes entre estos dos procesos de industrialización es que ambos países se encontraban alejados de la competencia internacional (Levy-Orlik, 2013, p. 182), de forma que su industrialización se basó en el despliegue de cambios tecnológicos endógenos (Amsden, 1989, p. 3) y no requirieron grandes montos de financiamiento externo.

En Inglaterra los pilares de la acumulación de capital en el siglo XIX fueron: (a) fondos internos; (b) reinversión de utilidades y (c) participación escasa del mercado de capitales¹², esto en esencia respondió a que en la primera etapa de la revolución industrial los avances tecnológicos no se materializaron en cambios drásticos a nivel sectorial lo que impactó en el dinamismo del crecimiento económico (Levy-Orlik, 2013, pp. 186–187), el desarrollo tecnológico se centró en su mayoría en la industria textil, y una característica propia de este sector es que necesitaba un

¹¹ Para Zysman (1983, pp. 70-71) en esta estructura financiera el banco central no puede incidir ni en el volumen ni en la asignación del crédito bancario, sin embargo, en su función de prestamista de última instancia, sí puede intervenir comprando y vendiendo títulos generando condiciones de mercado favorables conforme sus objetivos, de forma que se acepta la intervención en asuntos industriales solo bajo autorizaciones legislativas específicas.

¹² Según la visión de algunos historiadores económicos, el mercado de capitales no intervino en el asentamiento del capitalismo dado que el mercado de valores privado inglés solo se activaría hasta finales del siglo XIX (Levy-Orlik, 2013, p. 186)

capital relativamente pequeño para su progreso. Asimismo, dominó la constitución de empresas individuales en su organización industrial, lo que implicó el ascenso relativamente rápido de una clase de industriales ricos, con fuertes capitales¹³ y propietarios de sus propias fábricas (Hilferding, 1910/1971, p. 342).

En términos de organización financiera, Inglaterra en el siglo XIX se organizó alrededor de un sistema de banca especializada y según Kregel (2019, p. 4) dicho sistema se mantuvo incluso en el periodo de la posguerra, lo que implicó que

Los bancos comerciales y las casas de descuento captaban depósitos y “dinero a la vista” y sólo concedían préstamos a corto plazo. Las demás instituciones financieras especializadas, que ofrecían préstamos a mediano y largo plazo, captaban fondos a través de pasivos a mediano y largo plazo. Este sistema garantizaba una reducción de los riesgos asumidos por el sistema bancario. Sin embargo, las crisis sistémicas sólo desaparecieron cuando se tuvo la certeza que el Banco de Inglaterra actuaba oportunamente como prestamista de última instancia (Betancourt et al., 2023)

Estados Unidos por su parte, contó con una trayectoria de industrialización similar a la inglesa, sin embargo, se diferenció de esta última por las siguientes características: (i) conformó nuevas organizaciones industriales basadas en las sociedades por acciones principalmente, lo que llevó a la consolidación de grandes cárteles y *trusts*; (ii) aumentó la productividad a gran velocidad con base en el desarrollo de sus fuerzas productivas, en esto influyó que fue receptora de mano de obra calificada proveniente principalmente de Europa; (iii) las fases iniciales de industrialización se asentaron en innovaciones simples en el hilado de tela, comenzando con la desmontadora de algodón de Eli Whitney en 1793 (Amsden, 2001, p. 40) y (iv) su espacio económico tenía características singulares, si se compara con Inglaterra o Europa Continental, dado que es amplio¹⁴ y aislado geográficamente.

¹³ Esta acumulación de capital en manos de capitalistas individuales no solo se alimentó del progreso técnico, sino que también influyeron los grandes volúmenes que recibían “de la explotación de las colonias, especialmente de la India, así como de la explotación de los monopolios ingleses” (Hilferding, 1910/1971, p. 343)

¹⁴ Para Hilferding (1910/1971, p. 349) cuanto mayor sea un espacio económico y más poblado este, mayor puede ser la unidad empresarial; más fácil será el traslado de las industrias a los lugares donde existan las condiciones naturales más favorables y donde la productividad del trabajo sea mayor y más diversa será la producción. Coincide con Maddison (1986, citado en Levy-Orlik, 2013, p. 187) quien afirma que el surgimiento de Estados Unidos como cabeza técnica se debió al hecho de que tenía enormes recursos naturales de tierra y minerales, los cuales por 1890 se habían hecho accesibles por medio de los adelantos en el transporte y la creación de un vasto mercado interno, cuya población era mucho más grande que la de cualquier país europeo avanzado.

Así, la organización industrial propia de Estados Unidos, generó interacciones diferentes entre la industria y el sector financiero, según Mehrling (2011)

A diferencia de sus homólogos británicos [...] los bancos estadounidenses siempre han estado más o menos implicados en la financiación no sólo del capital circulante sino también del capital fijo. Como consecuencia, la mayoría de los bancos tenían importantes tenencias de bonos y acciones, préstamos sobre bonos y acciones colateralizadas y préstamos sobre hipotecas o bienes inmuebles colateralizados [...] Debido a esta estructura de activos, los bancos estadounidenses han llegado a depender para su liquidez diría no tanto del carácter autoliquidable de sus carteras de préstamos como de la “movilidad” de sus carteras de inversión en mercados líquidos (p. 34)

Esto tuvo consecuencias importantes en la organización bancaria, desde finales de siglo XIX la fuente central de liquidez para los bancos estadounidenses era el crédito especulativo más que el crédito productivo¹⁵, esta condición se mantuvo desde la *National Banking Act* (1864) y la *Federal Reserve Act* (1913)¹⁶ llevando a múltiples crisis para finalmente llegar al colapso del sistema financiero en 1929. Esto condujo a la reforma bancaria de 1933, también conocida como *Glass-Steagall Act*, donde se separó la banca comercial de la banca de inversión.

No obstante, esta condición sumada a la imposición del Sistema Bretton Woods en 1945, que descansaba en un tipo de cambio fijo (pero ajustable), límites a la tasa de interés y restricciones al movimiento de capital privado, fue adecuando el entorno para la consolidación de mercados financieros externos que fungieran como espacios alternativos de valorización del capital. Los flujos de capital para evitar la estricta regulación salieron del sistema bancario y se dirigieron al mercado de capitales que se alimentaba de crecientes innovaciones financieras; asimismo, se buscaron mercados supranacionales no regulados que rompieron con el congelamiento al capital privado impuesto y le permitieron operar sin restricciones, tal como el euromercado. Sin embargo, estas condiciones fueron creando un entorno inestable que estalló con la ruptura del sistema Bretton Woods en 1971. Esta transformación se describirá en mayor detalle más adelante.

¹⁵ Para Mehrling (2011, p. 42) las condiciones históricas de Estados Unidos han provocado que el mercado de dinero y el mercado de valores siempre hayan estado entrelazados, de forma que es difícil distinguir el crédito especulativo del crédito productivo.

¹⁶ Con esta ley se redujo la importancia relativa de los créditos comerciales, sin embargo la movilidad de carteras en mercados líquidos se mantuvo como principal fuente de liquidez. La diferencia con la *National Banking Act* radica en que se hizo menos visible el crédito especulativo, la movilidad ahora se garantiza a través de los títulos del tesoro (Mehrling, 2011, p. 38)

2.1.2 Estructura financiera basada en el crédito bancario

Esta estructura financiera se caracteriza por el dominio de las instituciones financieras bancarias, es una organización regida por política pública que determina la tasa de interés, ubicando al banco central como una institución determinante en la dirección de políticas productivas; el ajuste de los precios se da en un entorno no competitivo y hay presencia débil del mercado de capitales. Ahora bien, dentro de esta estructura se encuentran diferencias sobre el papel que debe cumplir la intervención gubernamental, de forma que Zysman (1983) subdivide esta estructura en dos: (i) dominada por instituciones financieras y (ii) con precios administrados.

En la primera estructura dominan los grupos financieros quienes tienen plena influencia sobre el sector corporativo y productivo, asimismo, tienen control tanto del mercado de créditos como del de capitales, siendo este último muy poco desarrollado, además los bancos son aliados políticos para el gobierno. En este sentido, hay un número limitado de instituciones financieras que dominan el sistema, de forma que son los “los mercados y no las acciones administrativas las que determinan los precios, pero el movimiento de los precios en el mercado refleja esta concentración del poder financiero” (Zysman, 1983, p. 72). Por tanto, el gobierno no tiene influencia directa en los mecanismos de asignación de recursos, pero interviene en el sistema financiero al imponer barreras a la entrada del sector, para posteriormente otorgar amplias libertades en su interior.

Un caso particular de esta organización bancaria es Alemania, dicho país posterior a la unificación de 1871 organizó un sistema “mixto” o de banca universal, como este sistema se consideraba más riesgoso que el sistema de banca especializada se requerían formas de intervención diferentes a las usadas en el modelo anglosajón. Así, el *Reichsbank*¹⁷ se consolidó como una entidad que proveía fondos a los bancos, en lugar de concentrarse exclusivamente en la provisión de emergencia, como ocurrió en Gran Bretaña (Betancourt et al., 2023)

En este contexto se fortalecieron los *Effektenbanks*¹⁸, jugando un papel determinante en el desarrollo industrial, esta sociedad se subdividió a su vez en el grupo Deutsche (1870) y Dresdner (1872). Respecto al primero este “se apartó de la simple puesta en marcha y financiación de nuevas empresas que había caracterizado la actividad de los *Kreditbanks* de antes de la guerra y se centró en la financiación del comercio exterior y la captación de depósitos” (Kregel, 2019, p. 15). El segundo grupo, en el cual nos concentraremos, era aquel que proveía el financiamiento

¹⁷ Banco central alemán

¹⁸ Sociedad anónima formada por un grupo de bancos privados

industrial, sin embargo, una de sus características principales es que no podía elevar su capital a través de emisión de notas, de tal manera que la única forma que tenía era a partir de acciones conjuntas e invirtiendo en la formación de nuevas empresas industriales¹⁹ (Kregel, 2019, p. 15).

Además de esta característica, este grupo financiero se caracterizó por ofrecer servicios alternativos para financiar los gastos de capital de las empresas a través del acceso al mercado de capitales, aclarando que este acceso se daba a través de servicios propios del banco, siendo esta la forma en que los grupos financieros controlaban tanto el mercado bancario como de capitales. Ahora bien, aunque estos grupos financieros incidieron positivamente en el desarrollo industrial se comportaban más como un capitalista de riesgo²⁰ que como un holding industrial, en tanto la inversión de capital de sus accionistas se dio de forma selectiva y tenían un interés menor en consolidar empresas con horizonte de largo plazo (Kregel, 2019, p. 16).

La segunda estructura es aquella con precios administrados que ha sido propia de países como Francia, Japón y los de industrialización tardía, esta estructura se caracteriza porque su mercado de capitales y bonos no es fácilmente accesible para los privados, en tanto está diseñado para que el gobierno capte recursos para sus proyectos. El papel de gobierno es central en tanto dirige el mercado a través de la provisión de financiamiento directo a los sectores que considera estratégicos, influyendo así en las decisiones de asignación de recursos a través del manejo de instrumentos monetarios (Zysman, 1983, p. 71).

En el caso francés, la estructura bancaria fue más allá de simplemente financiar la industrialización, la formación del *Crédit Mobilier* y la *Société Générale* en el siglo XIX dejó claro que lo que se buscaba era “un banco central para la industria que promoviera el desarrollo industrial a partir de asociaciones y fusiones más que a través de la competencia” (Kregel, 2019, p. 13), su organización bancaria fue similar a la alemana en tanto se fundamentó en una banca mixta o universal y a partir de allí consolidó su proceso de desarrollo industrial. No obstante, para siglo XX en el periodo de la posguerra se impuso un sistema de banca segmentada, donde se buscó un control directo del gobierno sobre la planificación e implementación de la reconstrucción (Kregel, 2019, pp. 43–44).

¹⁹ Según Hilferding (1910/1971, p. 344) la política proteccionista junto con la financiación de la industria por los bancos tuvo que impulsar pronto, en el rápido despliegue industrial, las tendencias a la cartelización.

²⁰ Capitalista de riesgo o *venture capitalist* es un inversor de capital privado que invierte en empresas con alto potencial de crecimiento a cambio de una participación accionaria.

De esta forma, el gobierno actuó a través de instituciones financieras no bancarias que estuvieran siempre bajo su control directo o indirecto y los instrumentos centrales fueron el crédito dirigido a sectores específicos y tasas de interés subsidiadas. Así, “el Ministro de Finanzas actuó como banco central sustituto, controló el flujo de financiamiento que iba desde instituciones oficiales y semioficiales y que se canalizaba hacia las instituciones gubernamentales que coordinaban los préstamos para la reconstrucción” (Kregel, 2019, p. 45).

Para la década de 1960 el sistema financiero había cumplido sus propósitos de reconstrucción, de forma que el gobierno francés reintrodujo condiciones competitivas en el sector, esto implicó que se debía reducir la dependencia de fondos públicos en el proceso de fondeo industrial, por lo que se debía incrementar el flujo de ahorros al sistema bancario y no bancario, así el mercado de capitales debía posicionarse como una institución central en el financiamiento. En 1983 da lugar una reforma bancaria en donde se reintroduce la banca universal y los bancos pasan a estar expuestos a un nivel mayor de riesgo, provocando que el gobierno fungiera como soporte a las instituciones financieras al introducir innovaciones que garantizaran una operación exitosa de los bancos ante la ausencia de segmentación (Kregel, 2019, p. 48) y así hacer frente a las nuevas condiciones del sistema financiero internacional.

Para el caso de Japón y los países de industrialización tardía también se dio un proceso de industrialización con precios administrados, al igual que en el caso francés, el Estado intervino en el proceso distorsionando de forma deliberada los precios relativos a través de la canalización de créditos, subsidios, aranceles, cuotas, subvenciones a la exportación, entre otros. Sin embargo, una diferencia sustancial con el caso europeo es que tanto en Japón como en los países del este asiático exitosos el Estado ejerció disciplina sobre quienes recibían los apoyos, de forma que imponía estándares de rendimiento a las empresas privadas nacionales (Amsden, 1989, pp. 8–9).

Así, el proceso de industrialización dio lugar a partir de una serie de alianzas público-privadas en donde el desarrollo de la pequeña empresa dependía de forma exclusiva del sector privado, mientras que el desarrollo y planeación de la gran empresa recaía sobre el Estado²¹, permitiendo así la conformación de grandes conglomerados financieros-productivos²², no obstante, a cambio

²¹ Esto se debe a dos grandes razones: (i) el Estado está inmerso tanto en la planeación nacional como corporativa no porque sea mejor planeando sino porque tiene una visión más amplia de la realidad económica y (ii) la iniciativa de diversificar hacia proyectos de inversión más intensivos en capital, tienden a recaer sobre el Estado porque estos proyectos requieren una serie de paquetes de incentivos que los haga financieramente atractivos para las firmas privadas (Amsden, 1989, pp. 84–85)

²² En Japón antes de la Segunda Guerra Mundial tomó la forma de grupos de negocio diversificados “zaitbasu” que son conglomerados financiero-productivos que emiten bonos con una flotación limitada.

de este apoyo gubernamental las empresas estuvieron sujetas a controles generales, especialmente en el caso coreano, entre los que se incluía control gubernamental de todos los bancos comerciales, barreras a la entrada en sectores estratégicos, controles de precios negociados anualmente y controles sobre el movimiento de capitales privados al exterior. Estos controles sumados a un proceso de industrialización basado en el aprendizaje puro, permitieron el proceso de convergencia de forma rápida y efectiva en la segunda mitad de siglo XX.

Estas experiencias de industrialización nos llevan a concluir que históricamente el proceso de desarrollo industrial se ha dado en su mayoría a partir de una estructura financiera basada en el crédito bancario, en la cual el Estado pueda distorsionar las condiciones de mercado en beneficio de los objetivos de política internos. América Latina no fue la excepción, al igual que en la experiencia asiática de industrialización, se implementó un modelo de industrialización dirigido por el Estado, sin embargo sus resultados difieren notablemente.

Al igual que en su contraparte asiática, el proceso de industrialización de América Latina requería una gran movilización de fondos por parte del Estado, sin embargo, la región no logró sobrepasar la etapa de sustitución liviana del modelo de sustitución de importaciones – ISI, y se insertó en la lógica de un modelo primario exportador. Estos resultados dispares se deben en esencia al abandono temprano y rápido de las políticas de industrialización dirigida²³ que derivaron de los acuerdos de renegociación de deuda en la década de 1980, así como del agotamiento propio del modelo ISI, dando paso a una serie de reconfiguraciones institucionales en el sistema financiero, transformándolo en un sistema guiado por las decisiones empresariales privadas, más que por los objetivos de política interna.

Después de la guerra los grupos dominantes son los “keiretsu”, que contrario a los “zaitbatsu” cuentan con una organización industrial más horizontal, además que los grupos familiares perdieron poder de mercado. En la República de Corea estos grupos tomaron la forma de grupos de negocio diversificados “chaebol”, este grupo se caracteriza por ser de un tamaño especialmente grande además de ser ampliamente diversificado. Dadas las condiciones de industrialización de este país, esta organización le permitió penetrar en el extremo inferior de numerosos mercados extranjeros y suplantar la necesidad de que las empresas multinacionales realicen grandes inversiones en industrias específicas (Amsden, 1989, pp. 8–9).

²³ Stallings & Studart (2006, pp. 50–55) afirman que a diferencia de América Latina los países de Asia Oriental se inclinaron menos hacia la liberalización financiera, en particular hacia 2002, solamente dos países, Tailandia y la provincia china de Taiwán, tenían una apertura total de acuerdo con el índice del Banco Mundial de liberalización financiera general y llegaron a esa posición recién a fines de la década de 1990. Mientras que la velocidad de América Latina de liberalización a partir de 1988 superó la de cualquier periodo en cualquier otra región.

En este sentido, el sistema bancario pasó a ser dominado por la eficiencia, en donde el factor clave es el grado de competencia entre las instituciones bancarias y no bancarias. Este tránsito permitió que la región se insertara en las lógicas de desregulación, globalización e internacionalización financiera que se veían observado en los países industrializados desde la década de 1970. Los antecedentes de esta transformación se discuten en la siguiente sección.

2.2 ANTECEDENTES INTERNACIONALES DEL CAMBIO DE MODELO DE ACUMULACIÓN

La globalización productiva y financiera en América Latina no surgió como un proceso natural, sus principales antecedentes datan del agotamiento del modelo de Industrialización por Sustitución de Importaciones – ISI y la crisis financiera en la década de 1980, estas condiciones llevaron a la materialización del cambio de estrategia de desarrollo en la región, dado que se pasó de un modelo dirigido por el Estado a uno liderado por las exportaciones.

Pero dichos antecedentes no se gestaron en el vacío, las condiciones externas favorables²⁴ de la región en la década de 1970 expresadas en términos de intercambio favorables y aceleración de los flujos internacionales de capital, llevaron a que se desatara un ciclo comercial expansivo sustentado en excesivos márgenes de apalancamiento externo (Marichal, 2007), los cuales sostenían el desarrollo industrial latinoamericano. Sin embargo, este panorama cambia drásticamente hacia finales de la misma década y la fragilidad propia del modelo ISI llevó a que la región declarara para 1982 el estallido de lo que se denominó la crisis de la deuda. En este sentido, la presente sección se concentra en evaluar los tres antecedentes centrales que indujeron la reversión en el panorama externo favorable: (i) los desequilibrios del Sistema Bretton – Woods; (ii) la crisis industrial y la crisis del petróleo y (iii) la subida de las tasas de interés estadounidenses en 1979.

En primer lugar, el Sistema Bretton Woods surgió posterior a la Segunda Guerra Mundial y se consolidó como un sistema financiero internacional basado en la banca en donde

Los bancos centrales jugaban un papel central, eran el núcleo de conexión. Al interior definían, reglamentaban y sancionaban el comportamiento de los bancos comerciales, de

²⁴ Para Marichal (2007) el auge crediticio latinoamericano de los años setenta fue determinado en gran medida por la evolución de la economía mundial. En primer término, el alza de las materias primas estimuló un rápido incremento de la importación de bienes de consumo y de bienes de capital. Esta expansión del comercio fue acompañada por la intensificación de los flujos financieros internacionales, impulsadas por el rápido crecimiento del euromercado y nuevos centros financieros globales. Los bancos debían invertir estos fondos y es así que cuando la mayoría de los países latinoamericanos comenzó a aumentar sus demandas de crédito externo pudieron obtener el dinero rápidamente.

la banca de desarrollo y de la banca mixta. Tenían la función de definir la política monetaria, controlaban y supervisaban la tasa de interés, garantizaban el sistema de pagos (nacional) y fungían como prestamista de última instancia (T. Aguirre, 2021, p. 27)

No obstante, este sistema dio lugar a la dependencia indirecta internacional del patrón oro-dólar, posicionando así al dólar estadounidense como medio de pago internacional, de forma que el reto inicial era superar las restricciones propias de una moneda escasa, para Guttman (2009, p. 104) esto ocurrió rápidamente y Estados Unidos logró sobrepasar esta fase a partir de tres vías de movimiento de capital: (i) ayuda extranjera y programas de asistencia (i.e. Plan Marshall); (ii) gastos militares en el extranjero (i.e. Guerra de Vietnam) y (iii) inversiones extranjeras de sus empresas multinacionales líderes. En principio, este sistema parecía ser funcional para el crecimiento económico, en tanto la combinación de transferencias de capital con monedas subvaluadas había logrado un proceso de convergencia en los países que en ese momento se encontraban en su proceso de reindustrialización.

No fue sino hasta la década de 1960 cuando los desbalances del sistema se hicieron visibles, la incapacidad de controlar los movimientos transfronterizos de capital privado, así como los constantes desequilibrios y ajustes asimétricos entre países deficitarios y superavitarios, y la ausencia de un mecanismo que permitiera ampliar los medios de pago internacionales conforme crecieran los intercambios llevaron a que este sistema basado en una moneda escasa entrara en un proceso de crisis (T. Aguirre, 2021, p. 27; Levy-Orlik, 2022, p. 100).

Estos desbalances se complementaron a su vez con dos acontecimientos que en definitiva provocaron la ruptura del sistema: (i) políticas de devaluación competitiva por parte de los países industrializados y (ii) surgimiento de mercados financieros no regulados tales como el euromercado²⁵. El segundo evento resulta determinante en tanto fue un espacio que proporcionó liquidez internacional por fuera del control de los Estados, lo que alimentó la colocación excesiva de créditos y estimuló así la especulación (Levy-Orlik, 1998, p. 100). Como es de esperarse esta expansión de liquidez se canalizó a los países en desarrollo, en tanto “permitió distribuir el riesgo entre un gran número de bancos y fue una técnica de préstamo que disminuyó notablemente los

²⁵ Ante las limitaciones internas de Estados Unidos a las tasas de interés en un entorno de expansión del comercio mundial y de los flujos internacionales de capital, este mercado propició un espacio en el cual los bancos estadounidenses podían evadir la regulación bancaria y captar recursos en el exterior y prestarlos en el exterior (T. Aguirre, 2021, p. 29; Correa, 1998, p. 103).

costos bancarios” (Correa, 1998, p. 106), sembrando así la semilla para la crisis de deuda que estalló un par de décadas después.

Estas características provocaron condiciones insostenibles en el sistema, de forma que en 1971 Estados Unidos suspendió la garantía de convertibilidad oro-dólar y para 1973 se impuso el régimen de tipo de cambio flexible (Guttman, 2009, p. 104). Aunque con este sistema post Bretton Woods se eliminaron las paridades fijas y se dejaron flotar las tasas de interés, el dólar se mantuvo como medio de pago internacional, sin embargo ahora “el acceso a dólares se realiza sobre la convertibilidad de las deudas privadas locales a deudas denominadas en dólares” (Levy-Orlik, 2022, p. 107).

En este contexto la globalización del sistema financiero incluyendo a los países en desarrollo se convirtió en una necesidad, de forma que se debían expandir las medidas desregulatorias y liberalizadoras de los mercados financieros para facilitar el flujo transfronterizo de capital. Esto sin duda tuvo consecuencias, los flujos especulativos ganaban protagonismo en el sistema, convirtiendo así la década de 1970 en una época de dinero barato y créditos fáciles ante un entorno de aumento de precios en bienes primarios, incluyendo el petróleo²⁶ (Levy-Orlik, 1998, p. 102; Luna, 2020, p. 22) y una crisis industrial que se arrastraba desde la década de 1960 que trasladaba las perspectivas positivas de rendimiento a aquellos países con términos de intercambio favorables (i.e. América Latina).

Este aumento de los precios del petróleo impactó directamente a los países que dependían de este insumo en su producción industrial, generando un aumento en los niveles de precios así como de desempleo, provocando un proceso de estanflación en países industrializados. La caída en la dinámica económica de los países desarrollados tuvo efectos directos en los países en desarrollo, quienes como consecuencia clara vieron una reducción en el nivel de exportaciones, siendo este un antecedente clave para el estallido de la crisis de deuda en América Latina, en tanto estos países requerían grandes volúmenes de divisas para (i) mantener su dinámica de crecimiento ante los altos coeficientes de importación con los que cuentan dada su estructura productiva y (ii) hacer frente a las obligaciones de deuda. Como había caído la fuente de exportaciones, los países optaron por la solicitud de nuevos créditos privados²⁷ y encontraron

²⁶ Este aumento se debe a que en 1973 los países árabes pertenecientes a la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) decidieron establecer un embargo a los países occidentales que apoyaron a Israel en la guerra de Yom Kippur (Luna, 2020, p. 22)

²⁷ Según T. Aguirre (2021, p. 34) América Latina en conjunto triplicó su nivel de endeudamiento externo (público y privado) entre 1975 y 1980, y varios países superaron con creces ese volumen, y con ello se profundiza su vulnerabilidad, la deuda contratada con la banca privada duplicó el endeudamiento de corto plazo entre 1975 y 1981, y el 66% de la deuda de largo plazo se contrató a tasa de interés variable.

una vez más respuesta favorable en el euromercado, que se había visto recientemente beneficiado del reciclaje masivo de los petrodólares²⁸.

Ahora bien, aunque esta situación provocó la imposición de políticas recesivas en países industrializados, la política monetaria restrictiva actuó con retraso respecto al comportamiento de la inflación, y no fue sino hasta 1979 cuando Paul Volcker decide subir las tasas de interés cuando la inflación estadounidense sobrepasó la barrera de dos dígitos como consecuencia de las presiones especulativas sobre el dólar (Guttmann, 2009, p. 106). Este cambio en la política monetaria internacional terminó de concretar las condiciones para el estallido de la crisis de deuda en 1982. De hecho Stallings & Peres (2000) afirman que “esta deuda podría haber sido manejable si los precios y las tasas de interés internacionales hubiesen seguido por la senda que la mayoría de los observadores preveían” (p. 60).

Sin embargo, el proceso de estanflación junto con la política monetaria restrictiva de los países desarrollados terminaron de sentenciar a la región, que de por sí ya se encontraba inmersa en una dinámica vulnerable al depender de los mercados financieros externos para garantizar una dinámica de crecimiento positiva. Esta crisis estalla en 1982 ante la suspensión de pagos de México y se expandió por varios países de la región, lo que “obligó a la banca a revisar toda su política de colocación de recursos en el extranjero” (Correa, 1998, p. 107) y provocó una disminución en el volumen de créditos otorgado a esta región de manera abrupta y drástica.

Esta crisis tuvo consecuencias profundas en la región por cómo se solucionó, la reinserción a los mercados internacionales estaba condicionada a una serie de requerimientos que se condesaron

²⁸ Kregel (2019, p. 39) menciona que cuando la crisis del petróleo planteó el problema del “reciclaje” de “petrodólares” obtenidos por los países productores de petróleo, los grandes bancos comerciales estadounidenses estaban ansiosos por obtener una fuente adicional de fondos de depósitos, asimismo, se buscaban créditos “soberanos” de los países en desarrollo para sustituir su base cada vez más reducida de prestatarios corporativos tradicionales.

en los planes Baker (1984)²⁹ y Brady (1989)³⁰ y que derivaron en una serie de reformas estructurales que conllevaron definitivamente al cambio de modelo de acumulación, que venía experimentando una dinámica de agotamiento. Para la década de 1980 se adelantaron los procesos de desregulación que naturalmente llevaron a la profundización de las dinámicas de globalización e internacionalización en las décadas subsecuentes.

La organización bancaria se modificó y se transformó en una estructura basada en la eficiencia donde se materializaron nuevas formas de interacción de las empresas con el mercado de capitales, dado que ahora el financiamiento se canaliza a través de las instituciones no bancarias, esto como resultado del aumento de los flujos de inversión (directa y de cartera). Para Seccareccia (2013, pp. 282–283) el sistema financiero se transformó de uno estrechamente controlado, organizado en la esfera nacional y centrado en la banca comercial a uno que es autorregulado, de alcance global y en donde su institución central son las instituciones financieras no bancarias.

Una diferencia fundamental en esta nueva estructura financiera radica en el aumento general del nivel de riesgo, que pasa a ser asumido por los agentes privados. Dicha condición ha provocado el nacimiento de múltiples innovaciones financieras (swaps, derivados, títulos de deuda colateralizados, CDS, entre otros) que tenían como objetivo principal cubrir a los agentes del riesgo, complejizando así el sistema financiero.

No obstante, esta condición aunada a la libertad en el movimiento transfronterizo de capital ha aumentado aceleradamente los niveles de inversión especulativa, actuando en detrimento de la inversión productiva. Sumado a esto, la región tiene una característica especial y es que los

²⁹ Este plan otorgaba créditos de rápido reembolso y basados en políticas a los principales países deudores. Para acceder a dichos recursos los países debían realizar ajustes estructurales en la siguiente dirección: (i) creciente confianza en el sector privado y menor confianza en el gobierno para incrementar el empleo, la producción y la eficiencia; (ii) acciones del lado de la oferta para movilizar los ahorros domésticos y facilitar la inversión privada nacional y extranjera, por medio de reformas impositivas, reformas del mercado laboral y desarrollo de los mercados financieros; (iii) medidas de liberalización comercial y financiera, reduciendo subsidios a la exportaciones y las barreras al comercio, así como alentado la IED y los flujos de capital; (iv) políticas de estímulo a la competencia y al accionar del mercado, de manera que los precios claves actúen estimulando la eficiencia; (v) políticas monetarias y fiscales orientadas a reducir los desequilibrios domésticos, la inflación y a liberar recursos para el sector privado y (vi) políticas que intenten frenar y revertir la fuga de capitales, para lo cual se confía básicamente en políticas cambiarias realistas y de tasa de interés elevada (Rosales, 1986, pp. 2–3)

³⁰ Los principios del Plan Brady eran: (i) los bancos acreedores eliminarían parte de la deuda a cambio de una mayor certidumbre sobre la recuperación por medio de colateral sobre intereses y principal; (ii) el apoyo en la reestructuración de deuda tenía que estar ligado a un compromiso de reforma económica y (iii) la deuda remanente debería ser altamente líquida en el sentido de poder operarse en el mercado, de tal forma que los acreedores pudiera diversificar y compartir el riesgo a través de la comunidad financiera y de inversionistas (A. Aguirre, 2018, pp. 29–30)

grandes capitales no han encontrado en los mercados domésticos un espacio de valorización, sino que han migrado a las esferas internacionales para dar lugar a su dinámica de fondeo e inversión financiera. Esto provoca problemas de fondeo para aquellas empresas que no pueden acceder al mercado internacional, dado que ante el desmonte de los mecanismos compensatorios, el financiamiento de largo plazo depende en gran medida de las instituciones financieras no bancarias y si su presencia es débil obliga a aquellas empresas a recurrir a créditos bancarios que implican costos financieros más altos. Estas características se exploran en detalle para el caso mexicano y colombiano en el siguiente capítulo.

CONCLUSIONES

En este capítulo se ha analizado el impacto de la estructura de financiamiento en el desarrollo, argumentando que estas han sido determinantes en el proceso de industrialización, en particular, se reconoce que el modelo anglosajón aunque fue determinante en la primera revolución industrial y parte de la segunda no representa una generalidad en las oleadas subsecuentes. De forma que históricamente ha sido la estructura dominada por crédito bancario, con un papel determinante del Estado en el financiamiento productivo, la que ha llevado a la configuración y materialización de nuevos procesos de industrialización, así como las dinámicas de convergencia de los países de desarrollo tardío.

Sin embargo, las condiciones fueron diferentes para América Latina, al igual que su contraparte asiática, la región requería de una gran movilización de fondos públicos para la consolidación de su modelo industrial; sin embargo, la crisis financiera y el agotamiento propio del modelo provocaron que nunca se sobrepasara la etapa de sustitución liviana del modelo ISI y contrario al caso asiático se insertó rápidamente en una lógica primario exportadora. Esta adopción de un nuevo modelo de acumulación se dio de forma temprana y acelerada en la década de 1980. Este tránsito de un modelo dirigido por el Estado a uno guiado por las exportaciones se dio ante la vulnerabilidad de la región expresada en altos márgenes de apalancamiento externo, que conllevaron a la reestructuración total del sistema.

El tránsito hacia un sistema bancario dominado por la eficiencia fue crucial en la transformación del modelo de acumulación, en tanto se materializaron nuevas formas de interacción entre las instituciones no financieras y el mercado de capitales. Las dinámicas de desregulación, liberalización y globalización desdibujaron las diferencias propias entre las estructuras financieras basadas en mercado de capitales y mercado bancario, el posicionamiento de las instituciones no bancarias como la institución central en la nueva arquitectura financiera

internacional y con ello la aceleración de las innovaciones financieras proporcionaron una nueva forma de valorización del gran capital, profundizando de paso la centralización y concentración del mismo.

Ahora bien, las condiciones propias del sistema y de la región han propiciado que los grandes capitales latinoamericanos no encuentren en el mercado doméstico un espacio de valorización, y han recurrido a los mercados internacionales para este fin, en consecuencia, aun en un entorno de globalización e internacionalización, la presencia de instituciones no bancarias aun es débil en la región, provocando que los mecanismos de fondeo domésticos sean débiles e insuficientes, generando así barreras de financiamiento de largo plazo, en particular para las pequeñas y medianas empresas, quienes no pueden acceder fácilmente a los mercados internacionales, profundizando así la lógica oligopólica del sistema capitalista.

CAPÍTULO 3. TRANSFORMACIÓN INSTITUCIONAL DEL SECTOR FINANCIERO: CASO MÉXICO Y COLOMBIA

INTRODUCCIÓN

Los procesos de desregulación, liberalización y globalización financiera han transformado el devenir de la política económica global, el caso latinoamericano es de particular interés dada la forma de inserción a este nuevo modelo de acumulación. Durante las últimas cinco décadas, la región ha venido experimentando transformaciones radicales en sus arreglos institucionales, con fenómenos de ruptura como el fin del sistema Bretton Woods en la década de 1970; cambio de la estrategia de desarrollo de la región en la década de 1980 donde el Estado entregó a la esfera privada la conducción de la política de crecimiento interna, de forma que la privatización de la actividad productiva permitió el fortalecimiento del mercado financiero no bancario; apertura de la cuenta financiera en el contexto de la globalización en la década de 1990 y, las dinámicas de internacionalización a partir de los 2000. Todas estas características incidieron en la consagración del modelo dominado por las finanzas que se caracteriza por la dominación de los intereses del capital privado sobre los objetivos de política pública interna.

Estos cambios fueron relevantes en el tránsito hacia un sistema bancario dominado por la eficiencia, en donde se dejó de lado la preocupación de canalizar recursos al sector productivo y en su lugar se enfocaron los esfuerzos en reducir los costos financieros que permitieran aumentar la eficiencia operativa del sector (Levy-Orlik, 2010, p. 163), esto materializó nuevas formas de interacción de las empresas con el mercado de capitales, que en un entorno de tipos de cambio flexibles y tasas de interés volátiles, requieren de instrumentos financieros para cubrir el riesgo que en este contexto asumen los agentes privados. No obstante, estas innovaciones financieras que surgieron inicialmente como instrumentos de cobertura rápidamente se utilizaron como un vehículo de especulación, complejizando el sistema financiero y provocando que se requieran mayores niveles de liquidez por cada unidad de producto. Otra característica derivada de la globalización ha sido la deslocalización de la producción, la cual ha inducido que la realización de la producción se mueva a la esfera internacional de forma segmentada y especializada, dando lugar a las cadenas globales de valor.

América Latina no ha sido ajena a esta realidad y ha visto impactos importantes tanto en su esfera productiva como financiera. En primer lugar, se ha contraído su espacio productivo, en tanto las dinámicas propias del sistema han conducido a un proceso de desindustrialización, en donde el crecimiento es jalado por la exportación de bienes de maquila o materias primas. En

segundo lugar, en este proceso liderado por la gran empresa (i.e. transnacionales, multilatinas) no se ha visto un desarrollo de los mercados financieros domésticos, dado que estas empresas han preferido a los centros financieros internacionales para fondear y valorizar su capital. En línea con este último punto, la globalización promovió el auge de los procesos de fusiones y adquisiciones, incrementando no solo la centralización y concentración del capital sino que creó un espacio adicional para la apropiación de ganancias.

Aunque estas generalidades se observan en gran parte de la región, hay diferencias sustanciales en la consolidación de cada uno de los sistemas financieros nacionales. Para evaluar esto, el objetivo del capítulo se centra analizar las estructuras financieras mexicanas y colombianas a la luz de las transformaciones en la arquitectura financiera internacional a partir de la década de 1970, y cómo esto incidió en la mutación de los arreglos institucionales de cada país. Con tal fin, el presente capítulo se divide en tres apartados principales, en el primero se discuten los cambios institucionales en México desde la década 1970; en el segundo se discuten los cambios institucionales en Colombia; y por último se presentan las conclusiones generales.

3.1. TRANSFORMACIONES INSTITUCIONALES EN MÉXICO 1970-2019

3.1.1. Década de 1970: primeras reformas asociadas al proceso de liberalización

La década de 1970 se caracterizó por grandes cambios en la estructura económica mundial. La ruptura del Sistema Bretton Woods en 1971 trajo consigo una nueva arquitectura financiera internacional caracterizada por un tipo de cambio flexible, tasas de interés volátiles y libre movimiento del flujo de capital privado, que en un entorno de creciente liquidez (como consecuencia de la desmonetización del oro) hizo más accesible la convertibilidad de las deudas nacionales en internacionales. Aunado a esto, el panorama externo estaba experimentando procesos de crisis, tales como la crisis petrolera, crisis industrial y estanflación en los países desarrollados; fenómenos que en definitiva se materializaron como los antecedentes más próximos al estallido de la crisis de deuda en los países en desarrollo³¹.

América Latina como región dependiente de los flujos de capital internacional no fue ajena a este cambio estructural. De forma particular, los cambios en el sistema financiero mexicano se vieron reflejados en: (i) fortalecimiento de los grupos privados nacionales a través de la promoción del mercado de valores; (ii) fortalecimiento de los grupos financieros a través del surgimiento y predominio de la banca múltiple y (iii) desarrollo del mercado de bonos.

³¹ Este panorama internacional se explica en detalle en el capítulo 2

El fortalecimiento de los grupos privados nacionales se dio por dos vías, la primera de ellas inició en 1973 con la ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera³², dicha ley inicialmente fue vista como parte del proceso de industrialización, ya que tenía como objetivo ligar la estructura productiva y bancaria para que dieran lugar grandes consorcios productivos, tal como ocurrió con los grupos “zaitbatsu” y “keiretsu” en Japón. Sin embargo, esta iniciativa fracasó y la consolidación de los grupos privados nacionales no fue de la mano con el aumento de la inversión privada, además que no fortalecieron los mercados domésticos dado que su proceso de fondeo dio lugar en la esfera internacional (Levy-Orlik, 1999, pp. 153–154).

La segunda vía de promoción dio lugar en 1975 cuando se modificó el marco jurídico del mercado bursátil, se fusionaron las tres bolsas regionales (Ciudad de México, Guadalajara y Monterrey) para dar lugar a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), además se dejó de considerar el mercado de valores como un espacio auxiliar de crédito. A partir de esta transformación y sumada a la devaluación de 1976³³ el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, por lo que se buscó a través de esta institución implantar una política de financiamiento directo a la inversión a través del fomento en estímulos y exenciones fiscales (Levy-Orlik, 1999, p. 151).

Sin embargo, estos instrumentos de fomento fueron desviados de su propósito inicial, en tanto, el dinamismo del mercado de valores no se reflejó en el segmento primario de emisión de nuevas acciones, sino que el auge se dio particularmente en el segmento secundario a partir de diversos movimientos especulativos, especialmente por parte de la banca privada, lo que llevó al desplome bursátil de 1978 (Girón & Levy-Orlik, 2005, p. 18; Levy-Orlik, 1999, p. 152). Adicional a esto, el sector bancario que concentraba en sus manos un alto poder impidió que estas políticas de promoción se desarrollaran de forma exitosa

En primer lugar, los banqueros impidieron una reforma impositiva que igualara los gravámenes a las utilidades y operaciones del sector bancario con las del sector bursátil [...] en segundo lugar, los banqueros se opusieron e incluso boicotearon formas alternativas de intermediación, como la recolección directa de recursos vía títulos gubernamentales (Levy-Orlik, 2010, p. 162)

³² Esta Ley dictaminó que las actividades reservadas de manera exclusiva al Estado son: (i) Petróleo y los demás hidrocarburos; (ii) Petroquímica básica; (iii) explotación de minerales radioactivos y generación de energía nuclear; (iv) minería; (v) electricidad; (vi) ferrocarriles; (vi) Comunicaciones telegráficas y radiotelegráficas y (vii) las demás que fijen las leyes específicas (D.O.F, 1973, sec. Artículo 4)

³³ El 31 de agosto de 1976, en vista de las crecientes salidas de capital, se anunció el abandono de la paridad fija que estaba vigente desde 1954. (Córdoba & Ortiz, 1979, pp. 9–10)

Esto implicó que aun con la voluntad gubernamental para la transformación de la estructura financiera nacional, la estructura dominante siguió estando basada en el crédito bancario³⁴, aunque en contravía a lo que dicta la teoría, esta dominancia de la banca no se reflejó en mecanismos estables y robustos de financiamiento a la inversión; en términos estrictos, el poder de la banca respondía a sus alianzas con los grandes grupos privados nacionales, las cuales le permitían colocar recursos con ganancias esperadas extraordinarias.

Paralelo a esto surge la banca múltiple con la legislación bancaria de 1975, que entró en vigor en 1976, esta tuvo efectos inmediatos en la estructura bancaria nacional, por un lado permitió la simplificación del encaje legal³⁵ lo cual limitó la política de canalización selectiva de créditos; por otro lado, favoreció la centralización y concentración al interior del sector, lo que condujo a una situación de oligopolio que sumado a la aversión del riesgo de la banca obstaculizó la canalización de “financiamiento con mayores plazos a la industria, además de una captación más eficiente y diversificada de los recursos generados por la actividad productiva” (Girón & Levy-Orlik, 2005, p. 19). De forma que aunque esta transformación institucional logró efectivamente transformar la organización bancaria no tuvo la eficacia esperada, y más bien sus resultados más próximos se concentraron en la promoción que se dio a los grandes grupos financieros.

La tercera transformación se dio en el mercado de bonos, donde se inicia la emisión de petrobonos en 1977 y en 1978 surgen los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), estos cambios significaron una alteración en la colocación de la deuda interna, en tanto abrieron la posibilidad de comerciar instrumentos de renta fija con el público (para 1981 por primera vez los Cetes se ponen en circulación) y sienta una de las bases para el periodo de desregulación de la década de 1980.

Finalmente, estas transformaciones se dieron en un entorno económico adverso a nivel nacional, una acelerada salida de capitales de corto plazo empezó a dar lugar a partir de 1973³⁶, esto sumado a las condiciones desfavorables en el contexto internacional, en particular la estanflación, llevaron a que la economía mexicana demandará créditos externos para mantener

³⁴ Se afirma que el fracaso de esta política era inevitable, debido a que no se logró imponer un mercado de capitales “robusto”. De forma que faltaron medidas tendientes a incrementar la ampliación del número de usuarios del mercado de valores, con el fin de evitar la especulación por parte de grupos pequeños, además tampoco hubo políticas de fomento al mercado primario (Levy-Orlik, 1998, p. 152)

³⁵ Esto significa que un solo tipo de banca podía aplicar una sola tasa de encaje legal a depósitos de distintos tipos y plazos.

³⁶ Según Córdoba & Ortiz (1979, p. 7) los factores que influyeron en estos movimientos fueron: (i) el gran volumen de comercio que se registró en Estados Unidos para la época; (ii) la aceleración de la inflación en México y (iii) el agudo incremento del déficit de la balanza de pagos que se observó en 1973

estable su dinámica de crecimiento. Dado el exceso de liquidez en los mercados internacionales y a los términos de intercambio favorables que experimentaba México como consecuencia del alza en los precios del petróleo, encontró grandes volúmenes de recursos disponibles (particularmente en el euromercado) a una tasa de interés relativamente baja, de forma que aumentó rápidamente su margen de endeudamiento externo.

Este periodo termina con la subida de la tasa de interés estadounidense en 1979 por parte de Paul Volcker, que tenía como objetivo primordial devolver la viabilidad del patrón dólar que se veía fuertemente amenazada ante las presiones especulativas (Guttmann, 2009, p. 106). Esto en un entorno de endeudamiento creciente a tasas de interés variable significó para América Latina, y en especial para México, la entrada a la década perdida.

3.1.2. Década de 1980: Crisis, desregulación y década perdida

La segunda etapa de transformación del sistema financiero mexicano tuvo lugar en la década de 1980 en el contexto de la crisis de la deuda externa mexicana, y se distinguió por la desregulación económica, donde se redujo de forma significativa el papel del Estado en la conducción de la política de crecimiento, proceso acompañado por una ola de privatizaciones y liquidaciones de empresas estatales, que inició con la desincorporación de las corporaciones no financieras, sumado a la reducción en los niveles de inversión pública. Esto ocurrió en un entorno de agotamiento del modelo ISI, recesión y falta de liquidez ante la salida de la región del mercado financiero internacional generada por el estallido de la crisis de deuda en 1982.

La subida de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal en 1979 y la caída de los precios del petróleo en 1981 representó un reto para la conducción de la política económica mexicana, la decisión de no ajustar el precio del crudo nacional a las dinámicas internacionales se reflejó rápidamente en una salida masiva de capital que generaba presión sobre la estabilidad cambiaria³⁷, entorno que no garantizaba la entrada de los recursos suficientes para pagar el déficit comercial. El sostenimiento de esta situación rápidamente llevó al colapso de la economía mexicana, para agosto de 1982 se anunció una moratoria de 90 días en el pago de la deuda externa aludiendo problemas de flujo de caja y en septiembre como medidas de contención se

³⁷ Según Silva-Herzog (2005, p. 95) en el trimestre de julio a septiembre de 1981 salieron del país alrededor de 25 mil millones de dólares [...] el gobierno, buscó compensar estas salidas de capital con un desenfrenado esfuerzo de contracción de deuda externa a corto plazo, cuya renovación sería cada vez más difícil.

decretó la nacionalización bancaria y el control generalizado de cambios³⁸, dando por terminado así el modelo ISI e iniciando la transición hacia las primeras fases de la desregulación económica.

Específicamente en el sector financiero esta transición implicó: (i) desmonte de los mecanismos compensatorios del mercado de créditos y traspaso de las dinámicas de fondeo industrial a la esfera privada; (ii) aumento de la concentración bancaria ante la transformación de las instituciones bancarias y mixtas en sociedades nacionales de crédito y (iii) dinamización del mercado de valores como resultado de la mediatización de los efectos de la nacionalización bancaria.

En primer lugar, entre las medidas adoptadas para reducir el papel del Estado en el mercado de créditos destacan: (i) supresión de manera paulatina de la tasa de encaje legal, iniciada en 1985 con la aprobación de la Ley Orgánica del Banco de México, donde se restringió el crédito directo hacia los bancos comerciales y finalizada en 1988 con la eliminación total del encaje legal y (ii) desincorporación de las aceptaciones bancarias de la base de los recursos financieros destinadas al gobierno federal en 1986 (Levy-Orlik, 1999, p. 171). Estas transformaciones tenían como fin insertarse en la lógica del nuevo sistema financiero internacional, donde los créditos pasan a un segundo plano en la estructura bancaria, y lo que se busca es aumentar la eficiencia a través de mecanismos de competencia, para tal fin se aprueba en 1985 la Ley Reglamentaria del Servicio de Banca y Crédito³⁹.

En segundo lugar, la nacionalización bancaria provocó un incremento de la concentración, en donde se pasaron de 60 instituciones financieras a 29⁴⁰. Para fines de 1982 e inicios de 1983 se buscó mediatizar los efectos de la nacionalización, para ello se adoptaron las siguientes medidas: (i) regresar las casas de bolsa a manos del sector privado; (ii) permitir a los particulares la posibilidad de participar hasta en un 34% en la banca nacionalizada; (iii) invitación a los anteriores funcionarios de la banca privada a contribuir a la administración del sistema financiero; y (iv) otorgar una generosa indemnización a los exbanqueros (a través de los Bonos de Indemnización Bancaria) (Levy-Orlik, 1999, p. 171; Yacamán, 2005, p. 204).

³⁸ Se estableció un tipo de cambio preferencial para el pago de importaciones básicas y de intereses de la deuda externa registrada en Hacienda, y que respecto al ingreso incluía exportaciones de petróleo y algunas otras, como por ejemplo de metales preciosos (Phillips, 2005, p. 89)

³⁹ Esta Ley tiene por objeto reglamentar los términos en que el Estado presta el servicio público de banca y crédito, reconociendo que este servicio será prestado exclusivamente por instituciones de banca múltiple e instituciones de banca de desarrollo (D.O.F, 1985, sec. Artículos 1-2)

⁴⁰ Como consecuencia de la nacionalización bancaria se revocó la concesión a 11 bancos especializados y 20 instituciones se fusionaron con 12 de las sociedades que conformaron el nuevo sistema (Yacamán, 2005, p. 203)

Como consecuencia de estas medidas se dinamizó el mercado de valores dando lugar a la reforma financiera de 1984, que buscó en esencia ceder el espacio del mercado bursátil a los exbanqueros y ahora casabolseros, generando así una dualidad en la estructura financiera mexicana, en tanto el sistema no bancario quedó en manos privadas, mientras que el sistema bancario en manos públicas. Esta situación aumentó la desintermediación financiera del sistema bancario hacia la bolsa, creando un auge entre 1986 y 1987⁴¹ (Minushkin, 2005, p. 236), y la actividad bancaria quedó reducida a los préstamos hacia el gobierno para pagar la deuda externa.

Esta nueva dinámica propició el desarrollo de un sistema financiero paralelo, en donde la liquidez ya no proveía de la banca sino del mercado de valores provocando que los casabolseros incrementaran rápidamente su participación en la intermediación financiera, surgiendo una nueva élite financiera. Sin embargo, el auge del sistema financiero no bancario no se tradujo en un fortalecimiento de los mecanismos de fondeo, sino que contrario a ello “generó un movimiento especulativo que ofreció al ahorro interno un espacio alternativo de valorización que desencadenó el crack bursátil de 1987” (Girón & Levy-Orlik, 2005, p. 21).

Otra transformación importante del periodo se dio en la conducción de la política monetaria, que combinó un régimen de tipo de cambio subvaluado con tipos de interés altos que respondían a una espiral inflacionaria, con el fin de reducir el déficit de cuenta corriente. La volatilidad del tipo de cambio sólo se corrigió hasta 1989 cuando se substituyó por la banda cambiaria.

En términos de política comercial se concretó la adhesión al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT, por sus siglas en inglés) en 1986; que permitió “aumentos de aportes extranjeros en el patrimonio de empresas ya instaladas mediante la capitalización de pasivos y compras de acciones, asimismo, mediante participación accionaria se habilitó a las empresas extranjeras para operar en la Bolsa Mexicana de Valores” (Luna, 2020, p. 26). En 1989 se aprobó el Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera⁴² con el fin de abrir la mayor parte de la economía a la inversión extranjera directa y de cartera.

⁴¹ Después de la nacionalización los activos financieros no bancarios a corto y largo plazo aumentaron de 4,02% del M4 en 1981 a 8% en 1982, 10,5% en 1985 y 27.7% en 1988 (Minushkin, 2005, p. 233)

⁴² Se dejan como actividades reservadas de manera exclusiva al Estado: (i) Extracción de petróleo y gas natural; (ii) extracción y/o beneficio de uranio y minerales radioactivos; (iii) fabricación de productos petroquímicos básicos; (iv) refinación de petróleo; (v) tratamiento de uranio y combustibles nucleares beneficiados; (vi) acuñación de monedas; (vii) generación y transmisión de energía eléctrica; (ix) servicio de transporte por ferrocarril; (x) servicios telegráficos; (xi) banca y (xii) fondos y fideicomisos financieros (D.O.F, 1989)

Este periodo finaliza con la resolución de la crisis a través de la adopción de los planes Baker (1984) y Brady (1989), que retornaron al país al mercado financiero internacional gracias a la adopción de las reformas desregulatorias, entre las medidas tomadas destacan la eliminación de los topes de la tasa de interés de las instituciones bancarias en 1988, de forma que ahora este precio pasaba a estar determinado por las condiciones de mercado. Para 1989 el encaje legal se sustituyó por un coeficiente de liquidez del 30% que reflejó el interés del gobierno federal por no financiarse en el mercado de crédito sino a través del mercado de bonos, naciendo así nuevos títulos de valores gubernamentales indexados a la inflación y al dólar (i.e. Tesobonos).

En suma, las transformaciones iniciadas en la décadas de 1970 y 1980 transformaron la lógica de conducción en la política de crecimiento, impactando directamente en los arreglos institucionales propios del sistema financiero y productivo. La reducción del papel del Estado, las privatizaciones masivas, el desmonte de los mecanismos compensatorios del sistema de créditos, la reestructuración bancaria que pasó a ser guiada por la eficiencia más que por objetivos de política económica interna y la flexibilización en las políticas de inversión extranjera se consolidaron como el primer paso para la inserción de la economía mexicana en el proceso de globalización que dio lugar en la década de 1990.

3.1.3. *Década de 1990: globalización, crisis y extranjerización bancaria*

La década de 1990 se caracterizó por el auge de la globalización financiera, esto implicó una nueva forma de interacción e integración entre el mercado y las instituciones financieras y no financieras a nivel global. América Latina en general, y de forma particular México, entró a esta tendencia con características singulares, en tanto el proceso de desregulación no cumplió con sus propósitos iniciales⁴³; contrario a ello, se insertó en la lógica de la globalización con un sistema financiero en efecto desregulado pero altamente concentrado y que además no generaba el financiamiento inicial suficiente para el sector productivo; en cuanto al sector financiero no bancario aunque incrementó su importancia, no se consolidó como un espacio de fondeo industrial sino que generó movimientos especulativos de capital, alimentados por la valorización del ahorro interno.

⁴³ El objetivo de la desregulación financiera era construir un sistema financiero sin regulación del Estado en la canalización de financiamiento, basado en el establecimiento y afianzamiento de instituciones no bancarias así como en el fortalecimiento del mercado de capitales, cuya función primordial sería fondear la inversión, o sea, compatibilizar la estructura de vencimiento de las deudas con el plazo de las utilidades (Girón & Levy-Orlik, 2005, p. 17)

En este contexto dan una serie de transformaciones iniciales entre 1990 y 1994, entre las cuales destacan: (i) integración internacional de los mercados financieros nacionales; (ii) reprivatización del sistema bancario⁴⁴ que inició en 1991 con el proceso de licitación de los 18 bancos resultantes del periodo de nacionalización y al final se entregaron a los principales grupos bursátiles; (iii) el cambio en la organización bancaria al restituir la banca de inversión a la banca comercial, de forma que se regresó al carácter universal de la banca y la intermediación bursátil se convirtió en su actividad principal y (iv) se dio un cambio en la estructura de las instituciones financieras no bancarias, en donde las instituciones tradicionales (i.e. factorajes, arrendadoras, uniones de crédito y entidades de ahorro y crédito popular) empezaron a perder peso y los inversionistas institucionales (i.e. sociedades de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros) empezaron a dominar. Todo esto en un entorno de auge de financiamiento externo como resultado del regreso a los mercados financieros internacionales ante la resolución de la crisis de deuda.

La integración de los mercados financieros nacionales con el resto del mundo se dio en un entorno de auge de la gran empresa trasnacional, de forma que las medidas adoptadas atrajeron un gran influjo de ahorro externo a la economía nacional por concepto de inversión extranjera, tanto directa como de cartera, sentando así las bases para el dominio de la gran empresa en la economía nacional. Entre las medidas que fomentaron esto se encuentran (i) la apertura del mercado de dinero en 1990, donde se permitió la inversión extranjera en los Cetes; (ii) el listado de empresas mexicanas en mercados extranjeros a través de acciones ADR – American Depositary Receipt que permitió que inversionistas extranjeros adquirieran acciones de compañías mexicanas; (iii) Ley de Inversiones Extranjeras⁴⁵ en 1993 y (iv) entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte – TLCAN en 1994.

Con la Ley se amplió la entrada de capital externo al capital productivo y financiero⁴⁶, lo que paulatinamente fue materializando el modelo de crecimiento jalonado por exportaciones donde

⁴⁴ Con la Ley de Instituciones de Crédito de 1990 se resolvió que el servicio de banca y crédito dejaba de ser un servicio público sujeto a concesión. Ahora el Estado ejercerá la rectoría financiera del Sistema Bancario Mexicano (D.O.F, 1990, sec. Artículo 3)

⁴⁵ Con esta Ley se dejan como actividades reservadas de manera exclusiva al Estado a: (i) exploración y extracción del petróleo y de los demás hidrocarburos; (ii) petroquímica básica; (iii) electricidad; (iv) generación de energía nuclear; (v) minerales radioactivos; (vi) telégrafos; (vii) radiotelegrafía; (viii) correos; (ix) emisión de billetes; (x) acuñación de moneda y (xi) control, supervisión y vigilancia de puertos, aeropuertos y helipuertos (D.O.F, 1993, sec. Artículo 5)

⁴⁶ En el primer periodo de apertura establecieron operaciones en México cuatro bancos extranjeros. En abril de 1994 GE Capital y en noviembre del mismo año Santander, JP Morgan y Chase Manhattan. Además, Citibank cambió su denominación legal, y pasó a ser una sucursal de un banco extranjero a una filial de un banco extranjero (Murillo, 2005, p. 274)

la actividad esencial se centró en la maquila. Mientras que con el TLCAN se buscaba incrementar la participación de capitales externos en las instituciones financieras nacionales, abrir el sector financiero a la competencia internacional, eliminar las barreras comerciales entre los socios⁴⁷ y fortalecer el mercado de capitales. Sin embargo, los recursos que entraban no estuvieron sometidos a “ningún condicionante en términos de transferencias tecnológicas ni encadenamientos productivos domésticos” (Levy-Orlik, 2010, p. 153), de forma que sus efectos fueron limitados y no se logró ligar a los sectores exportadores con el sistema productivo y financiero nacional.

En términos de política monetaria y cambiaria, en 1993 se aprueba mediante reforma constitucional la independencia del Banco de México, que entró en vigor en 1994, con ello se definió como objetivo principal procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, de forma que el crecimiento económico ya no funge como objetivo del banco central, asimismo, se prohibieron los préstamos al gobierno que venían descendiendo desde la década de 1980 y con ello se limitó la política fiscal de carácter contracíclico, sumado a esto el crédito interno se reestructuró, y con el cambio de régimen cambiario en 1994 (pasando de banda cambiaria a tipo de cambio flexible) las reservas internacionales tomaron un papel relevante en la hoja de balance del banco central.

En términos de instituciones financieras no bancarias tradicionales (i.e. factorajes, arrendadoras, uniones de crédito y entidades de ahorro y crédito popular), estas perdieron peso relativo dentro del sector. En contraposición las compañías de seguros, las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles), que fueron requerimiento para ingresar al TLCAN, dado que México debía contar con figuras financieras similares a los Bancos no bancos (*Non-Bank Banks*) estadounidenses y los inversionistas institucionales adquirieron gran importancias dentro del sector.

El surgimiento de los Administradores de Fondos para el Retiro (Afores) y las Sociedades de Inversión para las Afores (Siefores) representó un cambio significativo en el manejo de las contribuciones salariales de los trabajadores, la retirada del Estado en el manejo del ahorro para el retiro redujo no solo el gasto público, sino que posicionó al mercado de capitales como el espacio propicio para el fondeo de los ahorros individuales presentes hacia el futuro. Esta dinámica tuvo dos efectos sobre el mercado financiero no bancario, inicialmente convirtió a los fondos en una fuente de financiamiento para el Estado, en tanto los ahorros individuales en

⁴⁷ La integración se incorporó en un calendario de apertura gradual que iba desde 1995 hasta 2004, sin embargo la crisis bancaria de 1994 aceleró la adopción de los acuerdos.

principio se debían invertir en Cetes; posteriormente se permitió a las Siefores diversificar su cartera, de forma que los flujos de recursos podían invertirse en instrumentos alternativos, en la práctica esto llevó a que las Siefores dirigieran gran parte de los ahorros a los mercados internacionales dado que no se lograron activar los instrumentos financieros privados nacionales.

En general, las transformaciones de la estructura financiera dinamizaron el mercado financiero no bancario, sin embargo estos flujos de financiamiento no se canalizaron al sector productivo, sino que circularon a la esfera financiera, con una característica especial, continuaba la dominancia del sector gubernamental con la emisión de instrumentos de corto plazo en el mercado, los Tesobonos y Ajustabonos lograron captar gran parte del financiamiento bursátil, sin embargo, al estar ligados a la tasa de cambio provocaron que dicha dinamización generara un ambiente altamente especulativo en el mercado doméstico, esto alimentó un entorno de vulnerabilidad que estalló a finales de 1994 con la crisis bancaria⁴⁸. Esta crisis naturalmente trajo repercusiones en la organización institucional mexicana, entre las transformaciones que destacan se encuentran la aceleración de la integración de la economía mexicana con la estadounidense, reflejada a través de la extranjerización bancaria y la apertura comercial total que indujo una gran afluencia de recursos del exterior⁴⁹.

Aun a pesar de la crisis de 1994, el sector bancario venía experimentando un auge en el establecimiento de filiales del exterior en territorio nacional, es así que para 1995 se autorizó la operación de 13 nuevas filiales, sin embargo, el proceso de extranjerización no se profundizó sino hasta 1998 cuando se adelantó el calendario propuesto en el TLCAN a raíz de la crisis y se eliminaron todas las restricciones de IED en el sector bancario, lo que provocó una reversión del proceso de desconcentración que venía experimentando el sector desde la primera mitad de la década de 1990.

Para 1995 empieza la internacionalización financiera a partir del surgimiento del Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) que es una plataforma que permite invertir en valores listados en el mercado internacional, para 1998 surge el Mercado de Derivados de México (MexDer) que inició operando contratos de futuros sobre dólar americano y para 1999 expandió su operación de forma que operó por primera vez sobre el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), se listaron

⁴⁸ Para Girón (2005, p. 294) la volatilidad financiera, el entorno recesivo, la política monetaria restrictiva (cuyo principal instrumento es la reducción del crédito interno), el repunte inflacionario, la falta de liquidez, el incremento de los márgenes de intermediación, el sobreendeudamiento de empresas y particulares con la banca comercial y la deuda externa de ésta son los factores que explican la grave crisis bancaria

⁴⁹ En 1996 se registró una entrada de 9.185 millones de dólares, mientras que en el año 2000 se recibieron 18.382 millones de dólares (Luna, 2020, p. 32)

futuros sobre la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE) y Cetes a 90 días y se empezaron a operar futuros sobre acciones⁵⁰. Además, todas estas negociaciones se incorporaron al sistema electrónico.

En suma, este periodo termina con el debilitamiento de la banca comercial en el sector financiero, sin que se dinamice el segmento no bancario. Esto corresponde a que la mutación del sector financiero no generó más financiamiento al sector productivo, por el contrario los bancos redujeron su financiamiento a este sector y se enfocaron en las actividades bursátiles, que les permitían aumentar sus rendimientos a partir de instrumentos financieros públicos libres de riesgo. Asimismo, a finales de la década inicia la consolidación de consorcios con capital mexicano, también llamadas multilatinas.

3.1.4. 2000-2019: internacionalización productiva e integración financiera

El nuevo milenio trajo consigo la profundización de la globalización, expresado en el auge de las dinámicas de internacionalización. México ha intensificado sus dinámicas de integración, en términos productivos destacan su inserción en las cadenas globales de valor en el segmento de ensamblaje y el posicionamiento de las multilatinas mexicanas en la esfera internacional. En términos financieros destaca la profundización de la posición de México como exportador de capital a países desarrollados, a través de la adquisición de instrumentos financieros internacionales, asimismo, continuó el proceso de internacionalización a través de tres vías: (i) la garantía de estabilidad para los inversionistas privados; (ii) la alianza estratégica con bolsas extranjeras y (iii) el surgimiento de nuevos instrumentos que operan como mecanismos alternativos de inversión para los mexicanos con el resto del mundo. Estas dinámicas, al igual que en la década pasada dan lugar en un auge de financiamiento externo para los países en desarrollo y una posterior crisis financiera, pero a diferencia de 1994 esta crisis se gesta en países desarrollados y no en la periferia.

Para inicios del nuevo milenio, México al igual que varios países de América Latina entraron en un nuevo auge de financiamiento externo, pero para este nuevo periodo la IED tomo un papel relevante, la voluntad de México para insertarse en la lógica de las cadenas globales de valor de forma temprana, particularmente en el segmento del ensamblaje, le permitió dinamizar sus

⁵⁰ Las corporaciones que iniciaron estas operaciones fueron principalmente Banamex, Cemex, Femsa, Grupo Carso, Grupo Financiero Bancomer y Telmex

flujos de IED, incluso más que el promedio de la región, de hecho de Groot (2018, p. 116) afirma que México recibió más del 40% de toda la IED regional a principios del periodo 2000-2015⁵¹.

Esto sin duda impactó en la organización productiva mexicana, el auge de la gran empresa trasnacional facilitó las condiciones para la creación de grandes corporaciones de origen mexicano (i.e multilatinas⁵²), que utilizaron como estrategia de expansión las fusiones y adquisiciones con corporaciones locales. Este fenómeno, sin embargo, no estuvo acompañado de un desarrollo paralelo del mercado bursátil doméstico, en tanto sus procesos de fondeo y valorización del capital han operado al margen de las instituciones financieras nacionales.

En términos financieros, destaca la profundización de la región como exportadora de capital hacia los países desarrollados, las transformaciones institucionales de 1990 en donde la acumulación de reservas tomó el liderazgo en la provisión de liquidez del banco central llegó a un nuevo estado de desarrollo en el nuevo milenio, países como México han encontrado en la acumulación creciente de reservas internacionales un mecanismo de cobertura ante los periodos de alta incertidumbre, lo que significa que han invertido ahorro nacional en activos financieros de los países desarrollados, profundizando así la naturaleza procíclica de los flujos financieros (Capraro & Panico, 2020, p. 12), no obstante, la adquisición de activos en centros financieros internacionales no sólo responde a un mecanismo de cobertura, sino que además, dadas las condiciones propias de la arquitectura financiera internacional, los inversionistas de países en desarrollo han encontrado en estos centros espacios propicios para la valorización de su capital.

En este contexto, continuó la internacionalización del sistema financiero mexicano, el primer paso para consolidar este propósito era garantizar condiciones de estabilidad y transparencia en este mercado para los inversores privados. Para lograr esto se enfocaron en dos áreas, la primera de ellas fue la garantía en la estabilidad de precios, para tal fin el Banco de México en 2001 adopta oficialmente la inflación objetivo como directriz que guía su política monetaria⁵³; la segunda área

⁵¹ Galindo et al. (2007, p. 49) mencionan que la crisis financiera de 1995-1996 detuvo el dinamismo de la IED, sin embargo esta se reactivó hacia 2001 cuando se recuperó el crecimiento económico y se da la venta de importantes bancos a inversionistas extranjeros. Si se omite el flujo de esta última actividad resulta que la IED ha estado creciendo a niveles moderados desde la década de los noventa

⁵² Estas trasnacionales se caracterizan por el crecimiento internacional principalmente dentro de su propia región. Para 2019 las multilatinas mexicanas con más presencia en los espacios internacionales eran: Mexichem (Orbia Advance Corp.), Cemex, Grupo Bimbo, Grupo Alfa, América Móvil, Gruma, Nemak, Sigma, Alpek, Mabe, Arca Continental, Vitro, Grupo México, Softtek, Volaris, Aeroméxico, Femsa, Al Sea, Grupo Simec, Industrias CH, Xignux, Grupo Elektra, Grupo Industrial Lala, Cinépolis, Grupo Carso, Genera, TV Azteca y Grupo Televisa (América Economía, 2019)

⁵³ Este régimen ha traído un debate entre los objetivos explícitos e implícitos de la política monetaria. De manera formal, el objetivo central de la inflación objetivo fue controlar la liquidez, y por esa vía, estabilizar los precios, de forma que se asumía que la inflación era generada por factores de demanda. Sin embargo,

implicaba transparencia en el marco legislativo bajo el cual se supedita el mercado de valores, para ello se aprueba a finales de 2005 la Ley del Mercado de Valores⁵⁴. Como resultado de esto algunas empresas extranjeras radicadas en territorio nacional empiezan a listarse en la BMV, empezando con Citigroup el 3 de agosto de 2001, sin embargo, son las multilaterales las que se enlistan en la BMV ya que es este el primer paso para operar en los grandes centros financieros internacionales.

En términos de nuevos espacios que garantizaran la ampliación del mercado de valores, abrió en 2003 el Mercado Global, también conocido como Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) el cual dio acceso a acciones de empresas internacionales a los inversionistas mexicanos. Para 2004 se crea el mercado de opciones, que surge como una “alianza estratégica con el mercado español de futuros, lo que paulatinamente hizo posible las operaciones por parte de extranjeros en el MexDer” (Luna, 2020, pp. 34–35).

Con el fin de expandir las operaciones de la BMV, para 2010 se da la integración de esta con el Chicago Mercantile Exchange que es la bolsa de derivados más grande del mundo, con el fin de llevar los derivados mexicanos a los grandes inversionistas internacionales. Asimismo, en 2011 la BMV se une al Mercado Integrado Latinoamericano (MILA)⁵⁵, lo que permitió ampliar el portafolio de productos y servicios que se pueden ofrecer a los inversionistas regionales, proporcionando así una mejor administración en los niveles de riesgo.

En términos de nuevos instrumentos resalta el surgimiento en 2002 de los ETFs (Exchange Traded Funds⁵⁶) que operan como un mecanismo alternativo de inversión para los mexicanos con las principales bolsas del mundo y para 2009 se enlista el primer ETF creado y calculado por la BMV. Para ese mismo año surgen los Certificados de capital de desarrollo (CDKs) que tienen como objetivo “permitir a las Afores invertir en fondos y proyectos de capital privado en México” (Velarde et al., 2018, p. 347) y en 2011 inicia la operación de los Fideicomisos de Infraestructura y Bienes Raíces (Fibras) lo que da “liquidez, profesionalismo y posibilidad de valuación a la inversión inmobiliaria” (Ortega & Villegas, 2018, p. 321).

la obsesión por el control del tipo de cambio reflejó que la variación en el nivel de precios también se ve afectada por factores de oferta.

⁵⁴ Esta Ley tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistémico; fomentar una sana competencia y regular la organización de dicho mercado (D.O.F, 2005, sec. Artículo 1)

⁵⁵ Reúne a la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa de Comercio de Santiago, la Bolsa de Valores de Lima, la Bolsa Mexicana de Valores, así como los depósitos, Deceval, DCV, Cavali e Indeval.

⁵⁶ Es un vehículo de inversión colectiva y opera como acciones en las principales bolsas del mundo (Black Rock Funds, 2018, p. 380)

Como se mencionó previamente, una de las características del periodo es que da lugar en un entorno de crisis financiera, la cual estalló en 2007 en Estados Unidos. México al estar tan estrechamente vinculado con este país vio un deterioro del producto nacional como consecuencia de la reducción de las exportaciones, asimismo, observó una depreciación de la moneda local debido a la seguridad que en ese momento reflejaban los países en desarrollo. Esta condición llevó a que el influjo de divisas por concepto de inversión extranjera (tanto directa como de cartera) no presentara un deterioro significativo. En términos de IED entre 2007 y 2009 se interrumpió el dinamismo que venía de los años previos, pero para 2011 se recuperaron los niveles pre-crisis y para 2012 “más de la mitad de los flujos de IED se destinaron a las economías en desarrollo y en transición, las cuales alcanzaron el 52%, mientras las economías desarrolladas accedieron al 48% de los totales mundiales” (Luna, 2020, pp. 35–36). En cuanto a la inversión extranjera de cartera, los influjos a los países emergentes y en desarrollo aumentaron considerablemente como respuesta a la política monetaria expansiva adoptada por los países desarrollados, de hecho se afirma que en 2010 aumentó en más de un 50% con respecto al 2009 las entradas netas de capital a estos países (Luna, 2020, p. 36). Este fenómeno a su vez coincidió con la recuperación acelerada de los precios de las materias primas, lo que condujo a un boom de inversión en los sectores relacionados.

Por último, uno de los cambios más significativos del periodo dio lugar en el 2014, cuando se aprobaron las reformas estructurales, donde se reformaron tanto la Ley de Inversión Extranjera como la Ley del Mercado de Valores. En la primera se permitió la IED en el sector energético que se encontraba restringido únicamente para la participación de capitales nacionales, esto con el fin de atraer inversiones y modernizar el sector energético nacional. La segunda reforma, por su parte, tiene como objetivo reducir el grado oligopólico de los intermediarios y las actividades financieras en general, además de buscar promover y reactivar la actividad crediticia bien sea a través de banca de desarrollo o de las instituciones financieras privadas.

En suma, el cambio de la arquitectura financiera global gestada a principios de la década de 1970 provocó cambios profundos no solo en la organización financiera, sino también en la productiva a nivel global. Fenómenos como la deslocalización de la actividad productiva, aumento en el volumen de los flujos netos de capitales, posicionamiento de las instituciones financieras no bancarias como actor central en el proceso de fondeo, dominancia de los grandes capitales y ampliación, profundización y complejización del mercado de valores a través de nuevos instrumentos financieros que surgieron inicialmente como medio de cobertura ante el

creciente riesgo y que rápidamente se fueron transformando en vehículos de especulación, fueron algunos de los que tomaron protagonismo en el nuevo modelo de acumulación.

En México la situación no cambió sustancialmente, sin embargo, su inserción en el modelo se dio con características diferenciadas, en primer lugar, su adhesión en las cadenas globales de valor se dio en los segmentos de baja y media complejidad y en segundo lugar, aunque garantizó el entorno para el surgimiento de la gran empresa, esta encontró en la esfera internacional el espacio óptimo para la valorización de su capital, lo que provocó una presencia débil de instituciones financieras no bancarias a nivel nacional, provocando problemas de acceso al financiamiento para la pequeña y mediana empresa.

3.2. TRANSFORMACIONES INSTITUCIONALES EN COLOMBIA 1970-2019⁵⁷

3.2.1. Década de 1970: regionalización y primeras medidas de liberalización financiera

Al igual que en el caso mexicano, Colombia no fue ajeno al cambio en la arquitectura financiera global. La génesis del actual sistema financiero colombiano se dio para esta década, cuando empieza la transición de un sistema donde el Estado había perfeccionado su poder sobre la actividad crediticia hacia uno desregulado y liberalizado. No obstante, esta primera ola de liberalización se frenó para 1975 con la política de estabilización impuesta por la bonanza cafetera de la época (1975-1979) y se retomó hacia 1980. En materia financiera, estas nuevas tendencias se reflejaron en la reforma de 1974, transición que fue acompañada por una contención voluntaria en los niveles de endeudamiento externo y los intentos por la ampliación del mercado interno a través de una alianza regional.

En primer lugar, la reforma financiera de 1974 buscaba que los intermediarios compitieran de forma más activa para atraer el ahorro financiero, de forma que liberaron las tasas de interés comerciales, se redujo el encaje y se eliminaron gran parte de las inversiones forzosas (Ocampo et al., 2015, p. 253).

Estas medidas implicaron un límite para los bancos en el acceso a recursos directos del Banco de la República, sin embargo, instrumentos como el crédito de fomento no se desmontaron, lo que implicó que las tasas de interés asociadas (tanto activas como pasivas) no fueran objeto de liberalización, aunque algunas líneas de crédito sí se desmontaron con el fin de reducir el volumen de recursos canalizados por el emisor⁵⁸.

⁵⁷ Esta sección está basada en Ocampo (2021)

⁵⁸ Según Ocampo (2021, p. 142) el efecto neto de esta medida fue insuficiente, porque los fondos de fomento siguieron siendo una fuente de emisión.

No obstante, estas primeras medidas liberalizadoras fueron suspendidas en 1975 ante las medidas masivas de estabilización⁵⁹ que tenían como objetivo contrarrestar la expansión monetaria fruto del exceso de divisas que trajo consigo la bonanza cafetera (1975-1979), lo que implicó una orientación contraccionista de la política monetaria. Así, para esta época se dio una dinámica expansiva en la emisión de papeles comerciales, con el fin de controlar el crecimiento de los medios de pago como consecuencia de la conversión no esperada de divisas a pesos (Soto, 1993, p. 7).

Sin embargo, estas medidas anticíclicas generaron múltiples distorsiones en el sistema financiero colombiano, en particular, señala Ocampo (2021, p. 144), surgieron diversas innovaciones financieras, que tenían como fin evadir los controles impuestos, de forma que el Banco de la República perdió gradualmente el control discrecional sobre el manejo de la liquidez nacional. Este panorama junto con el agotamiento de la bonanza llevó que para 1979 se retomaran y profundizaran rápidamente los esfuerzos de liberalización financiera.

Entre las primeras medidas adoptadas se encuentra la transformación de los mecanismos de ahorro forzoso y de encaje por operaciones de mercado abierto – OMA, así para 1979 inicia la operación de este instrumento usando “títulos de participación” del Banco de la República; para el funcionamiento exitoso de esta nueva política de control monetario, se requería un entorno de libre movilidad de capitales, que le permitiera a la banca competir con estos instrumentos de carácter oficial. Así surge para 1982 el Certificado de Depósito a Término Fijo (CDT) como principal instrumento de la banca comercial.

En cuanto al sector financiero no bancario presenta dos singularidades que se venían alimentando desde años previos, la primera de ellas hace alusión a la fácil sustitución que encontraba el sector productivo para financiarse a través del sector bancario y no a través de la emisión de acciones, en tanto encontraba en el primer espacio un crédito de mediano y largo plazo con tasas subsidiadas. La segunda singularidad corresponde a la concentración accionaria, que surgió como resultado de la doble tributación impuesta en Colombia desde la década de

⁵⁹ Los elementos fundamentales de este plan de estabilización fueron el uso de los certificados de cambio de maduración diferida y un aumento drástico de los encajes bancarios, se retornaron igualmente a prácticas del pasado, entre las que se encuentran, computar dentro del encaje las operaciones de fomento, además de fijar nuevos toques a la tasa de interés. Asimismo, se acentuó la austeridad fiscal, por lo que se adoptaron rígidos controles al endeudamiento externo público y privado y creó mecanismos de ahorro forzoso a los cafeteros, que servían también para controlar la expansión de los medios de pago (Ocampo, 2021, pp. 143–144; Ocampo et al., 2015, p. 254)

1950, que obligó a los pequeños inversionistas en acciones a retirarse del mercado, y donde los grandes conglomerados productivos-financieros⁶⁰ fueron los grandes beneficiados de la medida.

En términos de endeudamiento externo, esta década se separa en dos periodos importantes: 1971-1974 y 1975-1978. En el primero, se da una transición de la política de endeudamiento externo, en palabras de Ocampo (2015, p. 215), esta transición tuvo dos elementos importantes: (i) un cambio notorio en la composición de los ingresos externos de capital y; (ii) un quiebre en las tendencias de los coeficientes de endeudamiento. Siguiendo al autor, el cambio en la composición se dio a partir de los cambios de la arquitectura financiera internacional, que implicó una transición en la fuente de recursos internacionales⁶¹, esto en un entorno donde los bancos privados tenían un papel creciente en los flujos de financiamiento en el sistema financiero global⁶².

El segundo elemento hace referencia al quiebre de la tendencia creciente del coeficiente de endeudamiento externo⁶³, para 1971 se alcanzó el pico y se fue reduciendo de manera gradual y sistemática hasta finales de la década, sin embargo, en este primer periodo, aunque “se frenaron de forma temporal las entradas de capital privado no se evitó un crecimiento de la deuda externa del país a ritmos similares o superiores a los años anteriores” (Ocampo, 2015, p. 217) como si ocurrió en el periodo de 1975-1978.

Este último periodo se caracteriza por una contención voluntaria en los niveles de endeudamiento externo, asimismo se acentuó la tendencia decreciente del coeficiente de endeudamiento externo, si bien la bonanza cafetera permitió que esto se efectuara a través de la acumulación creciente de reservas internacionales, no fue el único elemento que influyó en este fenómeno,

⁶⁰ Según Soto (1993, pp. 11–15) mantener el control de las sociedades anónimas industriales y comerciales, cuando el crecimiento de éstas dependía de la emisión de acciones, implicaba la necesidad continua de destinar recursos que se conseguían en el sector bancario a plazos de sólo 90 días. El camino fue entonces hacerse a la propiedad de los bancos, se consolidan así los grupos Bolívar, Colseguros, Suramericana, Grancolombiano, Colombia, Colpatria, Santodomingo, Sarmiento, Holguín, Ardila y Cafetero.

⁶¹ Para 1972 se contrataron los últimos créditos importantes con la Asociación Internacional de Desarrollo – AID, y el gobierno consecuentemente empezó a contratar deuda con el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo - BID y el euromercado, asimismo, para 1973 realizó “la primera emisión de bonos en el mercado internacional desde la década de 1920” (Ocampo, 2015, p. 217)

⁶² Se estima que la deuda externa contratada con bancos privados representó un poco más del 60% del nuevo endeudamiento externo colombiano entre 1970 y 1974, pasando de constituir el 28% de la deuda externa colombiana en 1970 a 42% al final de 1974 (Ocampo, 2015, p. 217)

⁶³ Para Ocampo (2015, p. 219) este quiebre se dio por tres razones fundamentales: (i) la aceleración inesperada de la inflación mundial; (ii) el crecimiento de los valores exportados como reflejo de la bonanza de precios en materias primas y la expansión sostenida de las exportaciones menores y (iii) el cierre del déficit en cuenta corriente con el resto del mundo, como resultado del aumento de las exportaciones, pero también como disminución en las importaciones.

las medidas de estabilización impuestas para la época tuvieron un papel determinante en estos resultados, la adopción de medidas de política fiscal austeras junto con los estrictos controles a la contratación de deuda externa, tanto pública como privada coadyuvaron con el mantenimiento de esta tendencia. No obstante, el sector público contribuyó solo de manera marginal con esta contracción, el peso de esta reducción se concentró en el sector privado.

Estas tendencias de la deuda se revierten para 1979, tres factores clave intervienen en este fenómeno: (i) la adopción de una política fiscal expansiva en 1978 sustentada en el crédito externo; (ii) flexibilización de los controles de contratación de deuda externa, tanto pública como privada y (iii) aceleración de la liberalización de las importaciones en 1978. De forma que el endeudamiento externo se aceleró tanto en el sector público como en el privado para finales del periodo, esto implicó que Colombia contrario a sus pares regionales entró tarde al primer auge de financiamiento externo para países en desarrollo.

Por último, en términos de política comercial, Colombia inició este periodo con la adhesión al Pacto Andino, que era una estrategia de mercado ampliado intrarregional que se consolidó con la firma del Acuerdo de Cartagena en 1969⁶⁴. Esta política tenía como objetivo proveer ventajas de inversión y comercio entre los países miembros, con tal fin se aprobó en 1970 el estatuto de inversión extranjera, que reservaba ciertos sectores para las empresas de mayoría andina; asimismo, se puso límites a la remisión de utilidades y pago de regalías a las empresas que estuvieran constituidas con mayoría extranjera (fuera de los países miembros). Aunque esta estrategia alimentó el despegue exportador nunca materializó las expectativas que se tenían sobre ella⁶⁵.

Para 1974 este Pacto pasó a un segundo orden de prioridad, la política comercial se centró fundamentalmente en el fomento a las exportaciones no tradicionales. Sin embargo, para 1975 se materializa uno de los principales resultados del Pacto, con la firma de la Ley 55 donde se decretó la “colombianización de la banca”, obligando así a los bancos extranjeros que desearan continuar con el servicio bancario a transformarse en empresas mixtas, de forma que no menos del 51% de la participación accionaria debía pertenecer a inversionistas nacionales o andinos (Ocampo, 2021, p. 116).

⁶⁴ Se suscribieron los gobiernos de Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador y Perú. Para 1973 se adhirió Venezuela.

⁶⁵ Incluso Ocampo et al. (2015, p. 251) afirma que la liberalización del comercio dio lugar, pero llena de excepciones, de tal forma que una parte importante del comercio que Colombia comenzó a desarrollar con los países de la región estuvo de hecho por fuera de los mecanismos de integración

En suma, este periodo termina retomando las medidas de liberalización financiera, en un entorno de continua desconcentración bancaria y concentración accionaria. Asimismo, la política comercial cambia de objetivo, y se enfoca al mercado externo, por su parte, el endeudamiento externo, aunque venía con una tendencia decreciente, se revierte su comportamiento para 1979, lo que coincide con el alza en la tasa de interés estadounidense y la ruptura del Pacto Internacional del Café.

3.2.2. Década de 1980: crisis y desregulación financiera

La segunda etapa de transformación del sistema financiero colombiano tuvo lugar en la década de 1980. Al igual que en el caso mexicano, es a lo largo de esta época donde se materializan gran parte de las medidas desregulatorias y liberalizadoras, destacando la génesis del cambio de modelo de acumulación de uno dirigido por el Estado hacia uno dirigido por las decisiones privadas. Similar a lo ocurrido en México, esto se da un entorno de significativa inestabilidad, caracterizado por el agotamiento del modelo ISI y crisis financiera, sin embargo, las magnitudes de las crisis difieren notablemente, dadas las causas subyacentes en cada caso.

En primer lugar, a partir de 1980 se profundizan las medidas liberalizadoras del sistema financiero que se planearon desde la reforma de 1974, de forma que “buena parte de las tasas de interés pasaron a ser determinadas por el mercado, se redujeron los encajes y las operaciones de mercado abierto comenzaron a ser el principal instrumento de control monetario” (Ocampo & Romero, 2015, p. 324). Coherente con lo pensado en 1974, estas medidas llevaron a la reducción efectiva de la demanda de recursos del emisor para iniciativas privadas a través de los fondos de fomento; a esto se le suma que a través del Decreto 382 de 1982 se dicta autonomía administrativa especial del Banco de la República, reorganizándolo así como una sociedad por acciones.

Dentro de los resultados obtenidos a principios de la década se encuentran: (i) aumento de más de diez puntos porcentuales en las tasas de interés (tanto activas como pasivas, tanto nominales como reales) y (ii) un auge crediticio interno. En términos del sistema financiero no bancario se intentó dinamizar su comportamiento a través de dos transformaciones: (i) la creación de sociedad anónima abierta en 1983 y (ii) reversión de la situación en que se premiaba el endeudamiento sobre la capitalización en 1986. La primera medida fracasó en tanto las metas de la ley se cumplían entre más cerrada era la sociedad fortaleciendo así la concentración accionaria, además que las medidas tomadas tampoco aumentaron el volumen de negociación de acciones. La segunda medida impuso un sistema de tributación neutral que en teoría revertiría

la concentración accionaria, sin embargo, el mercado bursátil no despegó por la afección en la confianza del público que dejó el crac bursátil de 1988⁶⁶.

De forma paralela Colombia venía observando un panorama internacional adverso, a través del Decreto 2919 de 1982 se declara un estado de emergencia, aludiendo a una crisis de confianza pública en el sector bancario, de forma que se pone en duda el papel del sector para cumplir con sus funciones de financiamiento productivo. Las medidas de liberalización implementadas aumentaron las actividades especulativas por parte de las instituciones financieras, además aumentó la concentración en la propiedad de acciones⁶⁷ y crédito y se identificaron conductas dolosas por parte de las instituciones financieras burlando así los límites legales⁶⁸. Esta crisis se profundizó además por el corte de liquidez internacional en la que queda inmersa la región ante la crisis de deuda.

No obstante, Colombia sufrió menos que sus vecinos regionales en este periodo denominado “década perdida”, además de entrar tarde al primer auge de financiamiento externo, la bonanza cafetera permitió que Colombia acumulara un volumen considerable de reservas, lo que le dio un margen de defensa con el cual no contaron los demás países latinoamericanos (Ocampo, 2021, p. 135).

Como respuesta a este desequilibrio, el gobierno dio lugar a dos paquetes económicos para contener la crisis, el primero inició en 1983 y tuvo como objeto la reactivación económica y se caracterizó por: (i) papel central del Banco de la República, al crear múltiples líneas de crédito para sectores en crisis; (ii) un ajuste fiscal moderado y (iii) reversión radical de las políticas de apertura comercial iniciadas en 1978⁶⁹. El segundo paquete de reformas que inició en 1984 centró su atención en la corrección del desequilibrio externo, de forma que aceleraron los ritmos

⁶⁶ Además de las prácticas deshonestas y los negocios paralelos que llevaban los grupos financieros para eludir la regulación financiera otro de los aspectos que no ayudó a la promoción del mercado de valores fue la seguridad nacional. Para Soto (1993, p. 43) cuando uno de los principales motores de un mercado es hacer público el crecimiento en las utilidades de las empresas, pero el proceso de divulgación va en contra de las recomendaciones de seguridad, se está destinado a que las empresas decidan mantenerse fuera de los mercados públicos.

⁶⁷ En la década de los ochenta se tenían grupos financieros compuestos básicamente por corporación financiera, fondo de inversión, compañía de financiamiento comercial, banco comercial y en algunos casos corporaciones de ahorro y vivienda, entidades muy endeudadas con sus financieras, detentaban el poder accionario de variadas empresas industriales y comerciales (Soto, 1993, p. 16)

⁶⁸ Se resaltan las medidas de evasión fiscal, así como los “autopréstamos”, donde los grupos financieros usaban el ahorro del público para financiarse a sí mismos (Ocampo, 2021, p. 150)

⁶⁹ Entre las medidas destacan un aumento de los aranceles, control directo a las exportaciones, aumento de subsidio a las exportaciones, aceleración moderada del ritmo de devaluación y reforzamiento del control de cambios internacionales (Ocampo, 2021, p. 137).

de devaluación y se propuso una reducción en el déficit fiscal⁷⁰, asimismo para proteger la confianza del público se creó el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras – Fogafin en 1985 que tiene como objeto intervenir, capitalizar y sanear a las instituciones financieras, bien sea a través de procesos de privatización o de liquidación.

Este último paquete contó con monitoria especial por parte del Fondo Monetario Internacional y Paul Volcker, con el fin de evitar que Colombia entrara en los procesos de restructuración de deuda que estaban dando lugar en la región. Para el caso colombiano, la resolución de la crisis se dio a partir de la adquisición de paquetes de crédito de carácter “semi-voluntario”⁷¹, que se desembolsaron como crédito “Jumbo” (1985) y crédito “Concorde” (1988), estos acuerdos conllevaron condicionalidades de carácter macroeconómico, en el desembolso al cumplimiento estricto de todas las obligaciones del sector público, y en aspectos más específicos vinculados con el sector privado (Ocampo, 2015, p. 224), lo que en definitiva marcó el cambio entre las relaciones Estado y mercado.

Para 1986, Colombia ya estaba vinculada en la reapertura gradual de los mercados externos de crédito, en consecuencia se retomaron de forma acelerada las medidas desregulatorias, entre las cuales destacan el alza en la tasa de interés de los créditos de fomento (1986), la reducción de los encajes (1986), la desaparición de la mayor parte del crédito de fomento, y las líneas que se mantuvieron pasaron a ser bancas de segundo piso (1989), se retoma el proceso de liberalización de las importaciones (1989) y se alinean las normas prudenciales con Basilea I (1989).

Como resultado en el sector bancario se dio un lento dinamismo en la profundización financiera ante la contracción de crédito en periodo de crisis y se continuó con la tendencia de desconcentración, en el sistema financiero no bancario el mercado accionario además de concentrarse redujo su tamaño, en el mercado bursátil los CDT se posicionaron con instrumento estrella, se observó el más alto nivel de ofertas públicas de acciones y bonos convertibles en acciones, se comenzó a manifestar una tendencia hacia la titularización, se dinamizó la colocación de títulos de participación del Banco de la República y se consolidaron los certificados de cambio en el mercado bursátil, sin embargo, la participación del sector privado fue marginal y

⁷⁰ Entre las medidas destacan recortes modestos del gasto público, medidas tributarias fuertes, alzas considerables en aranceles, puesta en marcha del IVA y se renegoció la deuda del gobierno con el Banco de la República a tasas cercanas a cero (Ocampo, 2021, p. 137)

⁷¹ Para Ocampo (2015, p. 224) el carácter voluntario de estos paquetes está en duda, porque para su aprobación el país dependió de una fuerte presión política sobre los bancos por parte del Gobierno norteamericano, de los gobiernos de otros países desarrollados y de los principales organismos multilaterales de crédito.

de todas las transacciones del periodo solo el 11.7% fue transado en las bolsas regionales (Soto, 1993, p. 155).

En términos de inversión extranjera, a finales de la década se flexibilizaron las medidas restrictivas para las importaciones y se racionalizaron los estímulos para las exportación, lo que junto con los procesos de devaluación real llevaron a un dinamismo en las exportaciones menores (no cafeteras), no obstante, no es sino hasta 1990 cuando se materializa una apertura comercial total.

3.2.3. *Década de 1990: liberalización, globalización y colapso financiero*

La década de 1990 se caracterizó por ser una época de grandes cambios en los arreglos institucionales colombianos. Si bien la génesis del modelo dirigido por la iniciativa privada se dio a partir de la década de 1980, no es sino hasta esta década cuando se encuentra un relativo consenso a nivel político sobre esta transición. Aunque los paquetes económicos condicionados, como parte de la resolución de la crisis jugaron un papel determinante en este cambio de paradigma, otros factores también fueron cruciales, el primero de ellos fue la consolidación de un notorio dinamismo exportador y el segundo fue el agotamiento propio del modelo previo, que se reflejaba en un pobre desempeño de las tasas de inversión y de los indicadores de productividad industrial (Ocampo, 2015, p. 380).

Entre las principales transformaciones destacan: (i) la reestructuración financiera; (ii) la apertura comercial total; (iii) reorientación de la política monetaria; (iv) fortalecimiento del mercado de bonos y (v) privatización de las empresas estatales, que dieron lugar en un entorno de flujos crecientes de capitales internacionales hacia las economías en desarrollo dada la resolución de la crisis de deuda latinoamericana.

La dinámica de liberalización financiera que se había retomado a finales de la década de 1980 continuó e incluso dio lugar un amplia reforma en 1990 que contemplaba tres elementos fundamentales: (i) mayor competencia en el sector financiero reorganizando la banca especializada en un sistema de filiales y matrices con la Ley 45 de 1990; (ii) desmonte definitivo de las políticas de crédito dirigido e inversiones forzosas (solo se mantuvo en el sector agropecuario y de vivienda) y se consolidó la banca de segundo piso⁷² y (iii) redefinición del papel de las entidades oficiales de carácter crediticio, que implicó procesos de privatización y

⁷² El sistema de banca de segundo piso quedo organizado en cinco entidades: (i) Bancoldex que se orienta al comercio exterior; (ii) Finagro que se orienta al sector agropecuaria; (iii) IFI que se orienta a la industria y otros sectores; (iv) Findeter orientado al financiamiento territorial y (v) FEN orientado al sector energético.

liquidación de instituciones creadas durante el modelo anterior, así como de los bancos nacionalizados en la crisis de la década de 1980.

Esta reforma reorientó el negocio financiero, de forma que ahora el objetivo principal de estas instituciones se centraba en aumentar la eficiencia vía competencia, con este fin la estructura bancaria se reordena y pasa a estar dominada por los bancos privados, que dada la convergencia del sistema de filiales y matrices a un sistema de multibanca⁷³ promueve la dominación de los grupos financieros, sumando a esto bancos de capital extranjero (i.e. BBVA, Santander, Sudameris, Citigroup, entre otros) pudieron entrar o retomar la actividad bancaria en el país⁷⁴. Esto dio lugar a una tendencia acelerada hacia la desconcentración bancaria, misma que se revierte hacia 1997 con el estallido de la crisis y la centralización del capital en tres grandes grupos financieros nacionales (Grupo Aval, Grupo Empresarial Antioqueño y Grupo Bolívar).

Este proceso fue acompañado de otras reformas de política económica, en primer lugar, en 1991 se constitucionaliza la independencia del Banco de la República, de forma que este velara por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, sin embargo, aclara que todas las funciones se ejercerán en coordinación con la política económica general, aunque, por medio de su artículo 373 limita solo a circunstancias extraordinarias la capacidad de otorgarle crédito al gobierno. Esto llevó a reorientar la política monetaria, de forma que ahora los objetivos esenciales pasaron a ser el freno a la emisión de las OMA y reducción de las tasas de interés (Ocampo, 2021, p. 174).

Otra de las medidas fue la eliminación de los controles cambiarios, que iniciaron con la Ley 9 de 1991 y posteriormente se profundizaron con el Estatuto de cambios internacionales de 1993⁷⁵, además facilitó el endeudamiento de las empresas colombianas con establecimientos de crédito del exterior, así como el desarrollo de un mercado interbancario de divisas, esto bajo un régimen de bandas de flotación cambiaria que inicia en 1994. De forma simultánea, da lugar la apertura de la cuenta de capitales que “permitió a los intermediarios financieros nacionales otorgar préstamos en moneda extranjera sin importar el uso final de los recursos” (Ocampo & Romero, 2015, p. 326).

⁷³ Esta convergencia da lugar a partir de la aprobación de la Ley 35 de 1993, que aprobó la ampliación de las operaciones que podían hacer los intermediarios financieros

⁷⁴ Esto se legisló con el Estatuto de cambios internacionales (Resolución externa 21 de 1993)

⁷⁵ Se autorizó “a los intermediarios financieros para realizar transacciones cambiarias sin control previo del Banco de la República, así como de los agentes para abrir cuentas bancarias en el exterior” (Ocampo & Romero, 2015, p. 326)

Otras de las medidas importantes en términos de reestructuración financiera se dio en el papel creciente de las instituciones no bancarias, en particular en el ascenso y consolidación de los inversionistas institucionales a través de las leyes 50 de 1990 y 100 de 1993, que crearon los fondos de cesantías y pensión con cuenta de capitalización individual, respectivamente (Serrano, 2020, p. 308). Ligado al papel creciente del ahorro de largo plazo administrado por estas instituciones, estos inversionistas se convirtieron en proveedores de financiamiento de mediano y largo plazo tanto del Estado como del sector privado, al invertir en los bonos que emiten para financiar tanto el déficit fiscal como los proyectos productivos, fortaleciendo así el mercado de bonos nacional. Sumada a esta lógica, para 1996 se dinamiza aún más este mercado gracias “al uso activo de la emisión de títulos de Tesorería – TES, como instrumento fundamental de la política fiscal y monetaria de mediados de los noventa” (Ocampo & Romero, 2015, p. 326).

Estas medidas de reestructuración financiera se combinaron con las medidas de apertura comercial que se condensaron en el llamado programa de modernización de la economía colombiana, aprobado en 1990, en él se daba inicio al proceso de apertura comercial, se contempló su ejecución total en un plazo de cinco años, dividido a su vez en dos fases de aplicación inmediata⁷⁶ y de aplicación gradual⁷⁷. Sin embargo, este gradualismo terminó con la administración Gaviria, para 1991 se aceleró la desgravación arancelaria y se eliminaron virtualmente todas las restricciones cuantitativas de protección.

Estas transformaciones en el panorama nacional sumado a las facilidades para acceder a endeudamiento externo dio lugar a uno de los auges crediticios más espectaculares de la historia económica del país, sin embargo, para 1994 se hizo evidente la intención de frenar el rápido crecimiento de la demanda y del crédito a través de la imposición de medidas monetarias restrictivas, estas medidas a su vez fueron acompañadas por medidas para frenar el endeudamiento externo, en particular se aumentó su nivel de encaje. Esto indujo una desaceleración en la economía colombiana en 1996, que no pudo corregir la situación de sobrevaluación cambiaria, elevado déficit en cuenta corriente y acelerado endeudamiento externo privado, que sumada la restricción de financiamiento externo dadas las crisis en países en desarrollo derivó en una situación de creciente inestabilidad.

⁷⁶ Contempla el traslado de licencia previa a libre importación de todas aquellas posiciones arancelarias en las que no hubiera producción nacional o habiendo producción declarada gozaran de altos niveles de protección natural. Y mediante el mecanismo de subasta se introduciría gradualmente competencia a la producción nacional (Misas, 2019, p. 130)

⁷⁷ Esta tomaría lugar una vez eliminadas las restricciones para arancelarias (traslado a libre importación) se iniciaría un proceso de reducciones arancelarias hasta alcanzar el nivel de protección deseado (Misas, 2019, p. 130)

Así, para 1998 se decreta emergencia económica a través del Decreto 2330, en donde se alude que la profundización de las crisis internacionales derivó en un escenario de desconfianza entre los inversionistas y prestamistas internacionales. De forma que esta situación indujo a la reducción de los ingresos netos de capital extranjero además de aumentar la liquidación de inversiones de los fondos de capital foráneo, lo que llevó a una presión constante sobre el límite superior de la banda cambiaria, y ante la decisión del Banco de la República de no intervenir, se decidió en 1999 pasar a un régimen cambiario flexible.

Otra de las respuestas a esta crisis fue la reforma financiera aprobada con la Ley 510 de 1999, donde se agilizaba la intervención de Superintendencia Bancaria y Fogafin sobre las entidades en problemas, reduciendo así el número de corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial. Como el eje de acción recayó sobre Fogafin, las instituciones más afectadas en términos de liquidación fueron la banca oficial, el crédito de vivienda y la banca cooperativa⁷⁸, la banca privada enfrentó menos problemas e incluso la de mayor tamaño salió ileso de la crisis.

Así, el periodo termina con una contracción en la profundización financiera, esto como resultado de la crisis, en tanto las medidas adoptadas no solo indujeron un castigo sobre las carteras vencidas, sino que además redujeron la velocidad con la que se estaban otorgando nuevos créditos, sumando a esto la crisis profundizó la concentración bancaria al poner en posición de privilegio a los grandes conglomerados financieros, que aprovecharon la oportunidad para adquirir instituciones financieras. Asimismo, para 1999 se inicia la realización de OMAs a través de la compra transitoria o en firme de título de deuda pública (principalmente TES) por el Banco de la República en el mercado secundario, por último, en términos de mercado bursátil no se observó un despegue a pesar de las medidas de liberalización y globalización.

3.2.4. 2000-2019: Gran expansión e internacionalización del sector financiero

El periodo que abarca el nuevo milenio estuvo acompañado de desarrollos importantes en la estructura financiera, en primer lugar, se posiciona como la fase más exitosa de la banca privada nacional, no solo porque por fin materializó la expectativa de profundización financiera que traía consigo la liberalización, sino porque además logró expandir sus servicios a espacios transnacionales; en segundo lugar, se dio una profundización del mercado accionario, aunque este fue de carácter volátil e insuficiente y en tercer lugar, Colombia logró entrar a la nueva fase

⁷⁸ En total, durante la crisis de finales de los años noventa fueron intervenidos un total de 24 establecimientos de crédito, cuatro más de las liquidaciones observadas a los largo de los treinta años anteriores (Ocampo, 2021, p. 199)

de auge de endeudamiento externo que inició de forma tímida en 2003 y se extendió hasta 2014 (con un breve periodo de interrupción entre 2007-2009), lo que dinamizó las entradas de capital extranjero en forma de inversión directa dado el auge de las empresas transnacionales a nivel global.

Con respecto al primer elemento, el sistema bancario venía recuperándose de la crisis de fin de siglo, de forma que su necesidad inmediata era devolver la confianza del público en el sistema, para ello acude a dos medidas, la primera de ellas se da en términos de política monetaria, si bien desde la década de 1990 estipuló que el Banco de la República debía velar por el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda, no es sino hasta 2001 cuando adopta formalmente el régimen de inflación objetivo, que al igual que en el caso mexicano, tenía como objeto garantizar condiciones de estabilidad y transparencia para los inversores privados. La otra medida fue la aprobación de la Ley 795 de 2003, a través de la cual se pretendía fortalecer el andamiaje institucional, regulatorio y operativo del sector financiero. Estas medidas sumadas a las condiciones favorables de los mercados de capitales externos provocó que se renovara la tendencia ascendente en términos de profundización financiera, que se aceleró hacia 2010⁷⁹, a su vez esta tendencia estuvo acompañada de un fuerte incremento en los niveles de endeudamiento externo.

Este gran dinamismo de la profundización financiera se dio por la reactivación del crecimiento de la cartera en el sistema, esto gracias a las bajas tasas de interés con las que se inició el periodo, lo que sin duda ayudó a consolidar la fase más exitosa de la banca privada⁸⁰ que terminó para 2015 con la desaceleración de la economía colombiana. Esta euforia se alimentó además de la desaparición de la banca nacional (exceptuando al Banco Agrario, que mantuvo su condición de entidad pública de primer piso), que fue adquirida paulatinamente por bancos privados de carácter nacional e internacional.

En términos de concentración, el sistema financiero observó una tendencia acelerada y pronunciada desde 1997 hasta 2007, periodo en el cual se consolidaron los grandes conglomerados financieros que operan en el país: (i) Grupo Aval, conformado por cuatro bancos privados nacionales (Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Av Villas, Banco Popular);

⁷⁹ Para Ocampo (2021, p. 243) aunque la profundización financiera evidenció un avance sustancial en Colombia, al aumentar casi 25 puntos porcentuales del PIB entre 2004 y 2014, se mantuvo rezagado frente a los países latinoamericanos de mayor desarrollo financiero, Chile y Brasil. Sin embargo, entre las siete economías más grandes, Colombia siguió colocándose en un tercer lugar

⁸⁰ Los bancos experimentaron un proceso de verdadera euforia entre el 2004 y el 2015: sus activos crecieron 33 puntos porcentuales como proporción al PIB (Ocampo, 2021, p. 244)

(ii) Grupo empresarial Antioqueño, que cuenta con el banco privado individual nacional más grande del país Bancolombia; (iii) Grupo Bolívar que cuenta con el Banco Davivienda y (iv) BBVA, que se posiciona como el banco extranjero más importante del país. Luego del 2007, los conglomerados financieros nacionales, hicieron su tránsito hacia “multilatinas”, de forma que extienden operaciones por Panamá, Islas Cayman, El Salvador, Costa Rica, Guatemala, Perú, Puerto Rico, Honduras, Nicaragua y Miami.

En términos de mercado bursátil, se dieron tres transformaciones importantes, la primera en 2001 con la creación de la Bolsa de Valores de Colombia, que surgió a partir de la integración de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente; la segunda transformación se dio con la Ley 964 de 2005 y el Decreto 1121 de 2008, donde se regularon las actividades de la bolsa y se reglamentaron las actividades de intermediación en el mercado de valores, respectivamente. La última transformación se dio en términos de integración, al unirse junto con México al MILA.

Estos desarrollos permitieron que el mercado bursátil finalmente despegara, aunque no fueron los únicos factores que incidieron en este fenómeno, para 2008 se reglamentó a través del decreto 1796 que las sociedades administradoras de fondos de pensiones pudieran realizar operaciones con instrumentos financieros derivados y productos estructurados; además, los inversionistas extranjeros tenían un gran interés en las empresas colombianas, como resultado de los términos de intercambio favorables dado el crecimiento espectacular de los precios internacionales de los productos básicos. De forma que todos estos factores incidieron en la ampliación del mercado bursátil.

En línea con este último punto, la normalización de las condiciones de acceso al financiamiento externo a partir de 2003, junto con términos de intercambio favorables y la aprobación del régimen general de inversiones de capital del exterior en donde se reconoce que este tipo de inversión será tratada para todos los efectos, de igual forma que la inversión nacional, permitieron que Colombia se adentrará en un entorno de auge de financiamiento externo que se caracterizó por un “rápido crecimiento de la demanda agregada, pública y privada, y tanto de inversión como de consumo, así como de una rápida expansión de la liquidez de crédito, revaluación real y deterioro de la cuenta corriente”(Ocampo & Romero, 2015, p. 339). Una parte importante de estos déficits de cuenta corriente se cubrieron con IED, que se consolidó para el periodo de análisis como un instrumento de financiación significativo.

Esta tendencia se frena en el periodo 2007-2009 con la crisis financiera global, pero se recupera para 2010 ante los anuncios de la Reserva Federal de imponer una política monetaria no

convencional, lo que genera un exceso de liquidez en el sistema financiero internacional, y dado el diferencial en tasas de interés vuelven y encuentran en los países en desarrollo un espacio de valorización importante. No obstante, no es sino hasta 2014 con el anuncio de normalización de la política monetaria estadounidense que se juntó con la caída en los precios internacionales de los *commodities*, cuando la economía colombiana empieza un ciclo de desaceleración económica, que se manejó a partir de política fiscal austera y política monetaria restrictiva. Estas medidas a su vez estuvieron acompañadas con la alineación del sistema financiero colombiano a las normas de Basilea II y III, en 2012 y 2018 respectivamente.

En suma, este periodo se caracterizó por desarrollos fundamentales en el sistema financiero, el primero de ellos es el mejoramiento en los niveles de profundización financiera, impulsado en gran medida por la centralización y concentración de la banca privada; el segundo hace referencia al despegue en la actividad bursátil, aunque con un carácter insuficiente y volátil, los términos de intercambio favorables, las condiciones de acceso a los flujos de capital internacionales y el papel creciente de los inversionistas institucionales en los mercados financieros no bancarios fueron unas causas subyacentes a este suceso. Por último, los desarrollos en materia regulatoria mostraron ser consistentes ante la turbulencia de la crisis financiera global, dado que no generó un pánico al interior del sistema en el momento del estallido de la crisis.

CONCLUSIONES

En este capítulo se han desarrollado los cambios institucionales en la estructura financiera que dieron lugar en México y Colombia a partir del cambio de la arquitectura financiera internacional en la década de 1970. Aunque ambos países presentaron trayectorias similares de inserción al modelo dirigido por las exportaciones sí cuentan con diferencias importantes en términos temporales y en magnitud.

Las primeras medidas de liberalización financiera datan para ambos países en la década de 1970, sin embargo, para el caso colombiano dichas medidas se suspendieron ante las políticas de estabilización fruto de la bonanza cafetera de 1975-1979 y se retomaron solo hasta final de la década. Otra de las diferencias sustanciales se da en términos de organización bancaria, para esta década México adopta el sistema de banca múltiple, mientras que en Colombia esta transición se da hasta la década de los noventa con la Ley 45 de 1990.

En términos de mercado de capitales, en esta primera década de análisis dan lugar cambios importantes en los países analizados, México otorgó un marco jurídico para este mercado y

consolidó la BMV, y aunque los instrumentos para fomentar este mercado fueron desviados de su propósito inicial (proveer mecanismos de fondeo industrial), sí se observó un dinamismo, aspecto que se profundizó en la década de 1980 cuando se consolidó el sistema financiero paralelo. En cuanto a Colombia, desde la legislación que venía del modelo previo se tenía la percepción que se premiaba la financiación productiva frente a la capitalización, de forma que el mercado accionario se veía solo como un espacio donde los grandes grupos-financieros podían valorizar su capital, para 1980 se intentó revertir esta situación, pero las medidas fueron fallidas hasta la reforma de 1986 que decretó un sistema tributario neutro, medida con la cual se buscaba que pequeños inversores regresaran al mercado, no obstante, no es sino hasta el nuevo milenio cuando se observa un despegue significativo en este espacio.

Otro de los aspectos que diferenció a estos países fue la condición con la cual entraron a la crisis de la década de 1980, esto provocó que los mecanismos para enfrentar y solucionar la crisis difirieran en ambos casos, México por su parte optó por la nacionalización bancaria y medidas de control de cambios, mientras que Colombia optó por dos paquetes económicos, centrados en la reactivación económica y la corrección del desequilibrio externo, de forma que se acudieron a medidas como creación de múltiples líneas de crédito para sectores en crisis por parte del Banco de la República, ajustes fiscales y protección de la confianza del público en el sector. En términos de resolución, Colombia no entró al proceso de reestructuración de deuda, como sí lo hizo México, sino que adquirió paquetes de crédito de carácter “semi-voluntario”, no obstante, aunque la naturaleza de los instrumentos difiere, el fin fue el mismo, proveer paquetes económicos condicionados a reformas estructurales, que garantizaran el cambio de modelo de acumulación, donde el Estado ya no condujera la política de crecimiento.

La década de 1990 fue un periodo de integración a los mercados internacionales por parte de ambos países, la apertura de sus cuentas de capitales y deuda, reorientación de los regímenes cambiarios así como de la política monetaria, desmonte definitivo de los mecanismos compensatorios del mercado de créditos (que inicia a partir de la década de 1980) y el ascenso de la banca privada como institución central en la estructura financiera se posicionan como las transformaciones más destacadas. México, por su parte, ante la aceleración en la adopción de las medidas del TLCAN como respuesta a la crisis vio como su estructura bancaria viraba rápidamente a una dominada por instituciones extranjeras. Mientras que Colombia, observó como durante y después de la crisis se consolidaron los grandes grupos financieros nacionales, además que la banca internacional (en particular BBVA) fue ganando mercado al interior del país.

Con este panorama inicia el nuevo milenio, y a partir de 2003, con el re acceso a los mercados internacionales de crédito, se inicia un nuevo auge de financiamiento externo para las economías en desarrollo alimentado por los altos precios de las materias primas. Iniciando un nuevo proceso de re posicionamiento de las economías en el espectro internacional, así se posicionan las multilatinas, en el caso mexicano conformadas en su mayoría por empresas productivas, y en Colombia el liderazgo lo toman los grandes conglomerados financieros. Como otras de las similitudes se encuentra que en ambos países se profundizan los procesos de integración de los mercados de capitales a nivel regional, además de la dinamización del mercado de bonos tras el ascenso de los inversionistas institucionales, que se convierten en financiadores del sector privado, pero en particular del sector público.

Esto nos lleva finalmente a concluir que en América Latina, y en particular en estos dos países, el proceso de globalización e internacionalización desdibujó las diferencias entre las estructuras financieras guiadas por el mercado de capitales o por el crédito bancario, estos países cuentan con estructuras bancarias muy concentradas y centralizadas, pero que no canalizan el flujo de financiamiento de forma eficaz al sector productivo. Por otra parte, está el desfase entre el desarrollo de las corporaciones financieras no bancarias y el mercado de capitales doméstico, lo que ha provocado que a nivel interno se generen problemas con los mecanismos de fondeo de las empresas, aunque por las dinámicas propias del sistema financiero global, esto no genera un problema para la gran empresa, dado que encuentra en la esfera internacional un espacio propicio para la valorización de su capital.

CAPÍTULO 4. EVOLUCIÓN DE LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS DE MÉXICO Y COLOMBIA

INTRODUCCIÓN

El cambio de modelo de acumulación modificó el sistema productivo – financiero y con ello la forma como se organiza la economía global. Este nuevo sistema ha tenido dos grandes momentos, el primero de ellos se sustentó en la limitación de la participación directa del Estado en la actividad económica y con ello el traslado a la esfera privada de la directriz de la dinámica de crecimiento, lo que significó que los mecanismos de mercado en un entorno globalizado determinan la distribución de los factores productivos. El segundo momento se asocia con la globalización financiera y productiva, en donde la apertura de la cuenta financiera indujo un aceleramiento en los movimientos transfronterizos de capital por concepto de inversión extranjera (directa y cartera), que en un entorno de auge de las cadenas globales transformó la división internacional del trabajo. Para América Latina esto significó el regreso al patrón de ventajas comparativas estáticas⁸¹, lo que es indicio de que la inserción al nuevo modelo de acumulación – llámese liderado por las exportaciones, no solo mantuvo, sino que profundizó las relaciones de dependencia con los países del norte global.

Esto representó para la región un retroceso en sus trayectorias de industrialización, la Formación Bruta de Capital Fijo – FBKF dejó de ser el principal componente del Producto Interno Bruto – PIB, y las exportaciones empezaron a sustentar la tasa de crecimiento de la economía. Se afirma además que el modelo liderado por exportaciones ha sido más ineficiente que el modelo de industrialización liderado por el Estado, en tanto no fue capaz de generar conexiones eficientes y funcionales para el crecimiento económico. De hecho, características como (i) profundización de los déficits crónicos de cuenta corriente; (ii) mercados de capitales estrechos y débiles; (iii) ralentización del gasto en inversión productiva y (iv) abundante liquidez en un contexto

⁸¹ La literatura refiere un conflicto existente entre ventajas comparativas estáticas y dinámicas, las primeras se refieren a la especialización productiva en bienes de baja complejidad, como es el caso de América Latina que se ha concentrado en la producción de materias primas e industrias procesadoras de recursos naturales en los países del Cono Sur, y ramas maquiladoras de uso intensivo de mano de obra no calificada, en México y países de Centroamérica y el Caribe. Por su parte, las ventajas comparativas dinámicas hacen alusión a la producción y comercialización de bienes y servicios basados en el aprendizaje y el conocimiento, que permiten incrementar el valor agregado de las exportaciones y mejorar la inserción de las empresas en los mercados mundiales (Cimoli, 2005, p. 27; Ros, 2001, p. 130).

internacional de inflación financiera⁸²; se pueden enunciar como los hechos estilizados de este nuevo modelo.

Se reconoce, entonces, que las reformas estructurales “desalentaron – en lugar de estimular – la inversión neta privada, en tanto, las ganancias de capital en las operaciones con activos financieros fueron tan altas que superaron la rentabilidad real de las empresas” (Mántey de Anguiano, 2010, p. 27). De forma que en este modelo liderado por las exportaciones el capital financiero guía las decisiones económicas y la inversión dejó de cumplir la función de “activadora” del crecimiento económico (Levy-Orlik, 2010, p. 154).

Ahora, aunque estas características son propias de la región en su conjunto, las particularidades de cada país son determinantes para comprender cómo el cambio en las estructuras productivas – financieras ha tenido impactos diferenciados en la forma cómo circula el capital y hacia dónde se dirige. Por tal motivo, el objetivo del presente capítulo es analizar cómo estos cambios estructurales han influido en la circulación del capital financiero, para ello se evaluarán las trayectorias en los mercados de dinero, crédito y capitales que han dado lugar a partir de las reformas estructurales de la década de 1990 en Colombia y México.

En principio, estas economías se consideran semejantes, en el sentido que la transición del modelo de industrialización dirigida por el Estado hacia uno liderado por las exportaciones, en donde el capital privado domina las relaciones de producción, siguió una trayectoria similar y sus resultados generales se encuentran estrechamente interrelacionados. En términos de trayectoria ambos países pasaron por las primeras reformas de liberalización en la década de 1970, tuvieron un proceso de desregulación en la década de 1980, y asumieron la globalización en la década de 1990 con una acelerada internacionalización al inicio del nuevo milenio. En términos de resultados generales se ha observado que el flujo acelerado de capital externo encontró en los procesos de privatizaciones y en la expansión de las fusiones y adquisiciones, que experimentaron su auge a partir de la década de 1990, un escenario propicio para la penetración y captura de los mercados internos.

Sin embargo, esta reestructuración productiva tuvo dos efectos importantes para estos países, el primero de ellos está asociado a la distribución sectorial de la inversión extranjera (directa y de cartera), la cual se concentró en el sector primario, de servicios y manufactura liviana, lo que

⁸² El proceso de inflación financiera que da a partir de la década de 1990 se asocia al papel central que han tomado los inversionistas institucionales en el sistema, concentran grandes volúmenes de ahorro que circulan al mercado de valores y con ello expanden el mercado financiero generando una espiral ascendente de precios de los activos (Levy-Orlik & Bustamante, 2022, p. 166).

implicó que la era de desregulación – globalización indujera a que estos países se concentraran en actividades de bajo valor agregado con altos coeficientes de exportación, acompañados a su vez de altos niveles de importación.

El segundo efecto está asociado con el desarrollo de los mercados financieros domésticos, en donde se observa una desconexión entre el creciente influjo de capital externo (por concepto de Inversión Extranjera Directa – IED e Inversión Extranjera de Cartera – IEC) y la evolución del mercado de valores. Lo que indica que la eliminación de las regulaciones, que trajo consigo la liberalización financiera, no promovió un desarrollo institucional interno y en consecuencia el mercado de capitales no logró dinamizar la actividad económica en torno de sí.

En cuanto a las diferencias se puede anotar que estas economías se distinguen en términos de tamaño y en las estrategias de transición implementadas entre el modelo de industrialización dirigido por el Estado y el modelo liderado por las exportaciones. En primer lugar, Colombia representa en promedio cerca del 20% del PIB de México; en segundo lugar, Colombia se insertó en la lógica del modelo liderado por exportaciones a través del sector primario y de servicios⁸³, mientras que México se insertó en el sector manufacturero, esto explicado por la estrategia de proximidad con EEUU materializada en el TLCAN en 1994, sin embargo, esto fue hecho de una manera *sui generis*, en tanto sólo intervino en la fase final del proceso de producción, en otras palabras, se especializó en la maquila⁸⁴.

En términos financieros, aunque ambos países promovieron reformas en donde se privilegiaba la eficiencia del sector financiero sobre su propia funcionalidad, sus organizaciones institucionales difieren, el sector bancario de México se caracteriza por una amplia concentración de sus activos en poder de la banca extranjera y una baja participación del financiamiento bancario sobre el producto, explicada por el desincentivo a la competencia en el mercado de créditos, en donde la banca ha encontrado en activos de gran liquidez, como los títulos de deuda pública y financiamiento bancario mediante repos, una forma para apalancar e incrementar su propia financiación con costos y niveles de riesgo menores que los que implica la colocación de créditos tradicional. Por su parte, Colombia concentra gran parte de sus activos en la banca privada nacional y mantiene los créditos al sector privado como la posición de activos bancarios

⁸³ Según datos del Atlas de Complejidad Económica para 2019 en Colombia alrededor del 78% de las exportaciones se concentraban en los sectores de agricultura, minerales y servicios (donde solo el sector de minerales representó el 43%).

⁸⁴ Según datos del Atlas de Complejidad Económica para 2019 en México cerca del 70% de las exportaciones se concentraron en los sectores de minerales, vehículos, maquinaria y electrónicos (el sector de mayor participación es el de vehículos con un 24%).

dominante, no obstante, no ha logrado posicionar el mercado de créditos como un espacio funcional a la actividad productiva, en tanto se ha concentrado en expandir el crédito a los hogares (i.e. consumo y vivienda).

En cuanto al mercado financiero no bancario, hay dos segmentos por analizar, el primero es el mercado accionario en donde ambos países comparten características, no es amplio, profundo ni es funcional al crecimiento económico. En cuanto al mercado de bonos resalta el gran dinamismo que adquirieron las corporaciones no financieras en la emisión de estos títulos en la esfera internacional, en particular a partir de la crisis financiera global de 2008, lo que es reflejo de la preferencia de la gran empresa por financiarse en los grandes centros financieros globales, no obstante, esta dinámica ha sido más profunda en el caso mexicano, lo que es consecuencia del proceso agudo de concentración y centralización del gran capital que allí ha tomado lugar.

Con el fin de analizar cómo estos cambios estructurales han influido en la circulación de capital financiero de forma más detallada, el presente capítulo se divide en tres secciones principales: en la primera se observa la evolución del crecimiento económico y el sector externo, por lo que se estudia cómo la transición del modelo liderado por el Estado hacia el liderado por las exportaciones trajo consigo un proceso de desindustrialización y especialización productiva en segmentos de bajo valor agregado; en la segunda sección se analiza la dinámica del gran capital y la complejización de las relaciones financieras, donde se detalla cómo la naturaleza propia del nuevo modelo ha conducido a un entorno de dominio de grandes corporaciones desconectadas de la esfera productiva y por último se enuncian las conclusiones generales.

4.1. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y TRAYECTORIA DEL SECTOR EXTERNO

El rompimiento del sistema Bretton Woods y la forma cómo se solucionó la crisis de la deuda de la década de 1980 provocaron cambios profundos en las relaciones financieras y de producción en América Latina. El cambio en el modelo de acumulación implicó la reducción del papel del Estado en la conducción de la política económica, que propició un proceso de desindustrialización en la región cuando se transitó del modelo de industrialización liderado por el Estado hacia el liderado por las exportaciones. Por su parte, la organización financiera viró de una estructura donde el Estado orientaba la política monetaria con el fin de “incrementar el ahorro y su canalización institucional a la inversión productiva” (Mántey de Anguiano, 2010, p. 17) hacia una estructura donde la asignación de recursos pasaba a depender de los mecanismos de

mercado, por lo que el libre movimiento de factores productivos⁸⁵ paso a regir la dinámica de crecimiento.

El cambio de la arquitectura financiera internacional configuró nuevas formas de circulación financiera, donde destaca la transición de una estructura financiera sustentada en tipos de cambio fijos a flexibles y tasas de interés volátiles que privatizaron los riesgos. Otro elemento central fue el creciente movimiento transfronterizo de capital privado, provocado por la desmonetización del oro y la liquidez descansó sobre el nivel de deudas, representando valor sin tener valor e independientemente de la emisión monetaria.

El movimiento del capital internacional se volvió dependiente de la inversión extranjera en un entorno de liquidez excesiva. Como consecuencia de este cambio se desplegaron innovaciones financieras que dependieron de la convertibilidad de la deuda en unidades monetarias nacionales a unidades de cuenta internacionales e instrumentos financieros para cubrir el riesgo privado, previamente asumido por el sector público. Así, estas innovaciones financieras que surgieron inicialmente como instrumentos de cobertura rápidamente se utilizaron como vehículos de especulación, y permitieron a las corporaciones acceder a ganancias en el corto plazo en la esfera de la circulación financiera.

Otro elemento relevante de este proceso fue la transformación en la organización productiva, en donde el rol de deficitario neto de las empresas ha desaparecido y ahora cuentan con un exceso de liquidez, que les ha permitido convertirse en oferentes de capital, y con ello en agentes superavitarios. El impacto para los países emergentes fue directo, ya que el entorno de exceso de liquidez, consecuencia del exceso neto de inversión extranjera, les permitió acceder a financiamiento a reducidos costos, especialmente a través de la emisión de acciones en un entorno de precios crecientes, incrementando la capitalización de las empresas y con ello permitió que las grandes corporaciones se ubicaran en una posición cubierta de financiamiento aun cuando se ralentizaba el dinamismo de la inversión productiva⁸⁶. En este sentido, las nuevas formas de circulación del capital han permitido que las empresas puedan destinar parte de sus fondos internos a la comercialización de títulos financieros (Seccareccia, 2013, p. 282). Además, las exportaciones desplazaron a la inversión como actividad dinamizadora del crecimiento

⁸⁵ Vale la pena reconocer que a nivel internacional la movilidad del factor trabajo se encuentra limitada, en particular en la era de la globalización se promueve la libre movilidad transfronteriza de los flujos financieros.

⁸⁶ Para Polanyi Levitt (2013/2018, p. 303) como un creciente volumen de capital se ha desplazado hacia los circuitos financieros mediante la atracción de ganancias desmesuradas, las manufacturas y otros sectores productivos han estado bajo presión para sostener la rentabilidad mediante fusiones y adquisiciones, reducción de personal, deslocalización de fábricas y búsqueda de nuevos mercados.

económico y la entrada masiva de capitales obligó a los países a mantener condiciones de valorización muy ventajosas para el capital internacional.

Colombia y México no son ajenos a este panorama internacional y el tránsito del modelo de industrialización liderado por el Estado hacia el liderado por las exportaciones tuvo impacto directo sobre sus niveles de crecimiento. En primer lugar, para las décadas de 1960 y 1970 Colombia y México compartían características en términos de su modelo de acumulación, en donde el Estado tenía un papel activo en la política de crecimiento y garantizaba una interrelación permanente entre las estructuras productivas y financieras, esto a través de la actuación conjunta de la política monetaria y fiscal⁸⁷ lo que le permitió avanzar a estas dos economías en términos de sustitución de importaciones y fortalecimiento del mercado interno, que se reflejó en un comportamiento destacable en términos de crecimiento del producto⁸⁸ (ver Figura 2).

Sin embargo, aunque compartieron esta característica de alto crecimiento, destaca el diferencial en términos de volatilidad entre las dos economías para las décadas de 1960 y 1970. La explicación a este fenómeno se puede hacer a partir de dos aproximaciones: el entorno internacional y el nacional. Para el caso de las condiciones internacionales, se afirma que ambos países enfrentaron, en general, choques que desviaron el comportamiento promedio de la tasa de crecimiento del producto, entre ellos se asocian la crisis petrolera, la crisis industrial, los términos de intercambio favorables, la estanflación y la subida de la tasa de interés por parte de Paul Volcker. Mientras que en las condiciones nacionales resalta en el caso mexicano dos eventos particulares: (i) la acelerada salida de capitales de corto plazo que dio lugar a partir de 1973 y (ii) la devaluación de 1976. Colombia, por su parte, observó una desviación destacable por encima del promedio de la tasa de crecimiento entre 1975-1979, periodo que coincide con la bonanza cafetera de la época. Así, aunque en términos generales, ambos países enfrentaron choques exógenos en sus economías, fueron las condiciones nacionales las que determinaron la magnitud de su volatilidad.

Para la década de 1980 las condiciones cambian drásticamente en ambos países, como se mencionó previamente, si bien las dos décadas pasadas habían tenido resultados favorables en términos de crecimiento económico, el modelo de industrialización dirigido por el Estado ya se

⁸⁷ A nivel de política monetaria los instrumentos más comunes fueron el control directo de las tasas de interés sobre los depósitos bancarios, el encaje legal y la asignación de crédito. A nivel de política fiscal los instrumentos usados se concentraron en exenciones tributarias a los ingresos de capital, subsidios a los sectores productivos para elevar las utilidades y estímulos fiscales a la reinversión productiva de las ganancias (Mántey de Anguiano, 2010, p. 17).

⁸⁸ Colombia presentó para el periodo 1960-1979 una tasa media anual de crecimiento del PIB (en términos constantes) de 5,37%, mientras que esta cifra para México ascendió a 6,64%.

encontraba en su fase de agotamiento, y de hecho autores como Fajnzylber (1983, 1990) catalogan la industrialización de la región como un proceso trunco⁸⁹, en tanto no pudo salir de la fase de sustitución de manufactura liviana. Esto implicó que países como México y Colombia sostuvieran un déficit crónico en su cuenta corriente, como resultado de los altos coeficientes de importación que requerían para el funcionamiento del modelo. Esta particularidad se logró “sostener”, de manera muy frágil, en el entorno de exceso de liquidez producto de la expansión del euromercado; sin embargo, para 1982 este modelo implosionó definitivamente como consecuencia del endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos en 1979, que llevó inevitablemente a la crisis de deuda que de 1982.

De forma que la década de 1980 representó tanto para Colombia como México una caída acelerada de la tasa de crecimiento acompañada con un aumento de la volatilidad (ver Figura 2), siendo más profundo en el caso mexicano. Este fenómeno se explica a partir de las causas subyacentes de la crisis, es decir, en el caso mexicano dos eventos confluyeron en la determinación de la profundidad de la crisis, el primero de ellos fue el aceleramiento de la participación de la deuda externa sobre el PNB, para 1975 esta variable representó el 27,82%, mientras que para 1982 esta cifra ascendió a 50,06%; el segundo factor se asoció con la caída del precio del petróleo en 1981, que representó una salida masiva de capital que generó presiones sobre la estabilidad cambiaria y con ello un entorno de incertidumbre que sentenció el colapso de la economía nacional.

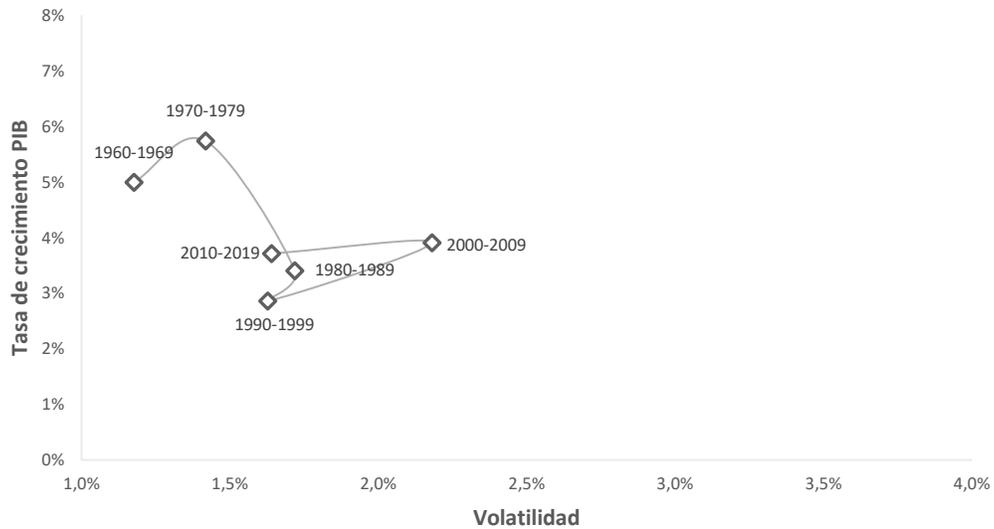
Mientras que en el caso colombiano, tres factores explican la poca volatilidad del producto en medio de la crisis de deuda regional, el primero de los factores es que el país entró en una época de contención voluntaria en los niveles de endeudamiento externo entre 1972 y 1980, años en los cuales esta variable representó como proporción del PNB 34,99% y 21,52% respectivamente; el segundo factor se asocia a la bonanza cafetera de 1975-1979, que le permitió acumular un volumen considerable de reservas, lo que le dio un margen de defensa con el cual no contaron los demás países latinoamericanos (Ocampo, 2021, p. 135) y el tercer factor fue la “mini-bonanza” cafetera de 1986 que resultó en una recuperación de la tasa de crecimiento económico,

⁸⁹ Para Fajnzylber (1990, pp. 15–26) la industrialización de la región tiene carácter de trunca porque para 1980 las características comunes de la región se enmarcaban en: (i) saldo comercial positivo sólo en agricultura, la energía o la minería y un déficit en el sector manufacturero; (ii) las exportaciones industriales representaban un porcentaje bajo de la producción industrial, dado que esta fue concebida fundamentalmente para abastecer el mercado interno; (iii) el patrón de consumo llevó a que la región apropiara rápidamente el modo de vida de los países avanzados, mientras que el desarrollo industrial no avanzó al mismo ritmo y (iv) la baja gravitación de los conglomerados industriales nacionales en el desarrollo de política productiva, de forma que la responsabilidad industrial recayó en las empresas públicas y las empresas transnacionales

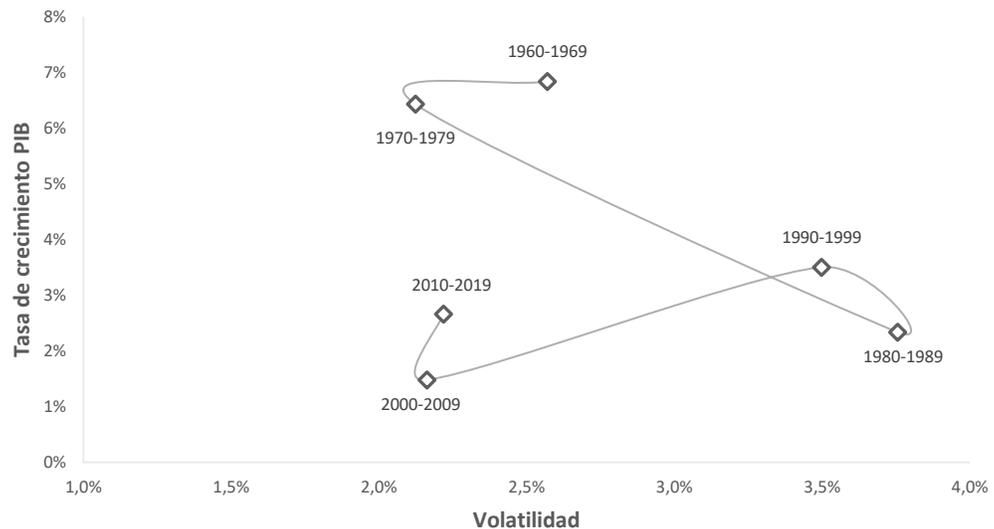
y con ello el rápido regresó a los mercados externos de crédito. De forma que aunque el país declaró en 1982 un estado de emergencia, este no se asoció directamente con la crisis de deuda, sino que se aludió a una crisis de confianza pública, en donde se puso en duda el papel del sector bancario para cumplir con las funciones de financiamiento productivo.

Figura 2. Tasa de crecimiento y volatilidad del PIB (1960-2019)

(a) Colombia



(b) México



Nota: El PIB se tomó a precios constantes y la volatilidad se calculó como la media móvil de la desviación estándar de la tasa de crecimiento del PIB

Fuente: Elaboración propia con base en los Indicadores de Desarrollo Mundial, Banco Mundial

Estas condiciones disimiles llevaron a que ambos países generaran distintos planes de acción para la resolución de la crisis, mientras México se vio obligado a adherirse a planes económicos condicionales, Colombia adquirió líneas de crédito con condicionalidad de carácter “semi-voluntaria”, y aunque las condiciones difieren el resultado en ambos casos fue el mismo y tanto Colombia como México se insertaron irrestrictamente en el nuevo modelo de acumulación, lo que tuvo impactos inmediatos en los niveles de crecimiento y volatilidad.

En principio, aunque ambos países se insertaron con una lógica institucional similar, que implicó un gran flujo de capital, desplazamiento del financiamiento público por inversión extranjera, desplazamiento de la FBKF como componente activador del PIB, dominio de las exportaciones en la dinámica de crecimiento y profundización del déficit crónico de cuenta corriente; la transición al modelo liderado por exportaciones tuvo un impacto más favorable en términos de la tasa de crecimiento en el caso mexicano para la década de 1990. En particular esto responde a dos factores, el primero de ellos, fue la estrategia de proximidad con Estados Unidos usada por México y materializada en el TLCAN en 1994, que le permitió dinamizar aceleradamente las trayectorias de comercio e inversión privada, sobre todo en los sectores de maquila. El segundo factor, hace alusión al contexto nacional desfavorable en Colombia, en donde la inestabilidad política y social se encontraba en uno de sus puntos más álgidos, por lo que los incentivos para los inversionistas privados, incluso en un entorno de liberalización y desregulación no resultaban lo suficientemente claros.

En términos de volatilidad se observa que México mantuvo niveles altos de desviación con respecto al promedio de la tasa de crecimiento en la década de 1990, esto responde dos factores el primero de ellos es lo que Michel Camdessus llamó “la primera crisis de un mundo nuevo con mercados financieros globalizados”, es decir la crisis bancaria de 1994, en donde la persistencia de factores como la volatilidad financiera, la reducción del crédito interno, el repunte inflacionario, la falta de liquidez, el incremento de los márgenes de intermediación, el sobreendeudamiento de empresas y particulares con la banca comercial y la deuda externa (Girón, 2005, p. 294), además de la bancarrota del sistema bancario que arrasó con medianas y pequeñas empresas, incidieron en las dinámicas de inestabilidad del periodo. El segundo factor, se asocia con el entorno externo adverso a partir de 1998, en donde coincidieron una pronunciada caída del precio del petróleo, un importante deterioro de los términos de intercambio, un menor crecimiento en el mundo y una fuerte contracción de los flujos de capital del exterior; lo que desencadenó una depreciación del tipo de cambio, un repunte inflacionario, una alza de las tasas de interés y una desaceleración de la actividad económica (Banco de México, 1999, p. 1).

Por su parte, Colombia observó una corrección de la volatilidad si se compara con la década perdida, esta “mejora” mínima fue jalonada por la estabilidad que observó la economía colombiana en el primer quinquenio de la década. Para 1995 esta situación se revirtió, y se empezó a cimentar una situación de creciente inestabilidad, confluyeron factores como la sobrevaluación cambiaria, un elevado déficit de cuenta corriente, acelerado endeudamiento externo privado y para 1997 se sumó la restricción de financiamiento externo como consecuencia de las crisis de países en desarrollo, lo que finalmente derivó en la peor crisis económica del país desde que se tienen series de crecimiento⁹⁰ en 1998.

El nuevo milenio inició con condiciones muy buenas, coinciden factores como términos de intercambio favorables para la región, incremento de las tasas de crecimiento de países industrializados y emergentes y exceso de liquidez en el entorno internacional. Sin embargo, aun a pesar de estas condiciones, no se observaron resultados destacables en términos de crecimiento en México en la década 2000-2009 (ver Figura 2), esto obedece a dos razones, la primera de ellas es la forma cómo el país se insertó en el modelo liderado por exportaciones, en tanto sus ventajas comparativas se relacionaban con los bajos costos de producción, en particular salariales, se propició una depresión en el producto; la segunda razón es el impacto de la crisis financiera global de 2007-2009, en donde México llegó tener una caída de su PIB de 5,29% en 2009. Por su parte Colombia sí observó un aumento en su tasa de crecimiento para el periodo 2000-2009 (ver Figura 2), jalonada en particular por el comportamiento de la economía entre los años 2004-2007, en donde se registró una tasa de crecimiento promedio anual de 5,90%, lo que coincide con la subida de los precios internacionales de los *commodities*, que dinamizaron las entradas de capital extranjero en forma de inversión directa, así los pasivos llegaron a representar hasta 7,03% del PIB en 2005⁹¹.

En términos de volatilidad, México observó una caída de este rubro para el periodo 2000-2009⁹², lo que se puede asociar a que la inserción al modelo liderado por exportaciones en el segmento de maquila estabilizó relativamente el comportamiento de la economía nacional, en tanto la inversión extranjera no seguía de forma tan determinante el comportamiento de los términos de intercambio. Por su parte Colombia sí observó un aumento en sus niveles de volatilidad, asociado

⁹⁰ El dato de crecimiento del PIB para 1999 fue de -4,2%, sólo superada por el -7,3% de 2020. Sin embargo, el presente documento no analiza los efectos sobre el PIB en el periodo COVID.

⁹¹ Para tener idea de la magnitud, para el mismo año en México los pasivos de la inversión directa llegaron a representar el 2,87% del PIB.

⁹² Por como se calculó la volatilidad, los efectos del aumento de la desviación con respecto al promedio de la tasa de crecimiento fruto de la crisis financiera global no se incluyen en este periodo, sino en el 2010-2019

en gran medida a que los efectos derivados de la crisis bancaria de 1998 se extendieron durante los primeros años de la década, la recuperación en la confianza del público en el sistema bancario, así como la reactivación del crecimiento de la cartera fueron preocupación central de la banca privada hasta 2003.

Para el periodo 2010-2019 confluyeron tres eventos internacionales determinantes en las trayectorias de crecimiento de ambos países, el primero de ellos fue el exceso de liquidez que circulaba en los mercados internacionales, gracias a la política monetaria no convencional (i.e. flexibilización cuantitativa) ejecutada por los países desarrollados afectados por la crisis financiera global; el segundo evento se relaciona con el fin del boom de los *commodities*; y el tercero es la normalización de la política monetaria internacional hacia 2015.

Este panorama internacional sin duda afectó la dinámica de crecimiento, aunque de forma diferenciada, tanto en Colombia como en México; el primer país mantuvo en promedio la tasa de crecimiento que venía observando desde la década de 2000-2009, pero su volatilidad se redujo drásticamente, esto responde a que la desaceleración del crecimiento ante la caída de los altos precios *commodities* no fue tan drástica⁹³, sumado a que los inlujos de capital financiero internacional ante el exceso de liquidez generado por la política monetaria no convencional no llegó a ser tan representativa (ver Cuadro 1), en el periodo 2010-2014 las entradas por concepto de Inversión Extranjera de Cartera – IEC llegaron a representar el 2,6% del PIB, y para 2015-2019 esta cifra se ubicó en 1,8%, lo que refleja que la corrección ante la normalización de la política monetaria internacional no fue tan profunda.

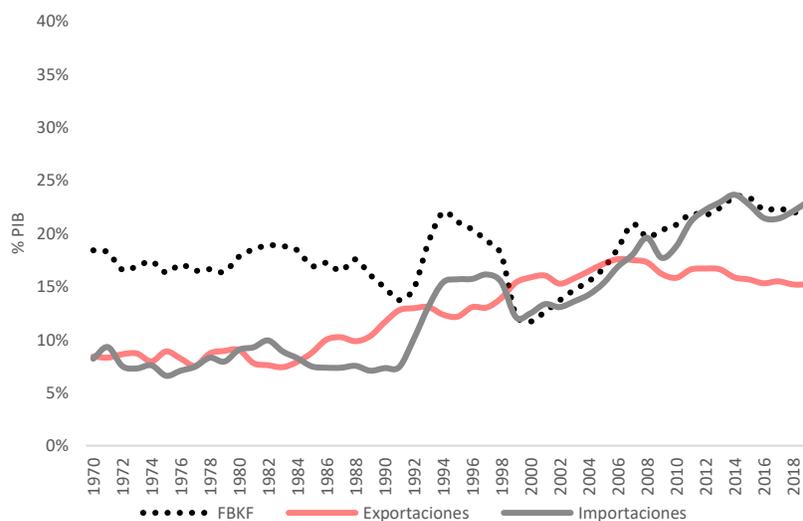
Por su parte, México observó para el mismo periodo un aumento en su tasa de crecimiento con mayor volatilidad, esto responde a dos factores, el primero de ellos hace referencia a los inlujos de capitales por concepto de IEC, de forma que este país sí tuvo un efecto inmediato ante el anuncio de la política monetaria no convencional, en donde los pasivos por este rubro pasaron de representar el 0,8% del PIB entre 2005-2009 a 4,2% entre 2010-2014 (ver Cuadro 1), y la normalización de la política monetaria internacional reflejó una corrección profunda en este concepto al pasar al 1,6% del PIB entre 2015-2019. El segundo factor, hace referencia al comportamiento de la IED, en donde se aumentó la posición respecto al PIB tanto en términos de activos como de pasivos, lo que es reflejo de dos eventos, el primero de ellos es el auge de

⁹³ Para 2013 Colombia registró una tasa de crecimiento de 5,13%, en 2014 fue del 4,50%, en 2015 de 2,96% y en 2017 marcó el mínimo en 1,36%, ahí inició la senda de recuperación y para 2019 registró un crecimiento del 3,19%.

las multilatinas mexicanas⁹⁴ y el segundo es la reforma de la Ley de Inversión Extranjera en 2014, en donde se permitió la IED en el sector energético que hasta la fecha se encontraba restringido únicamente para la participación de capitales nacionales.

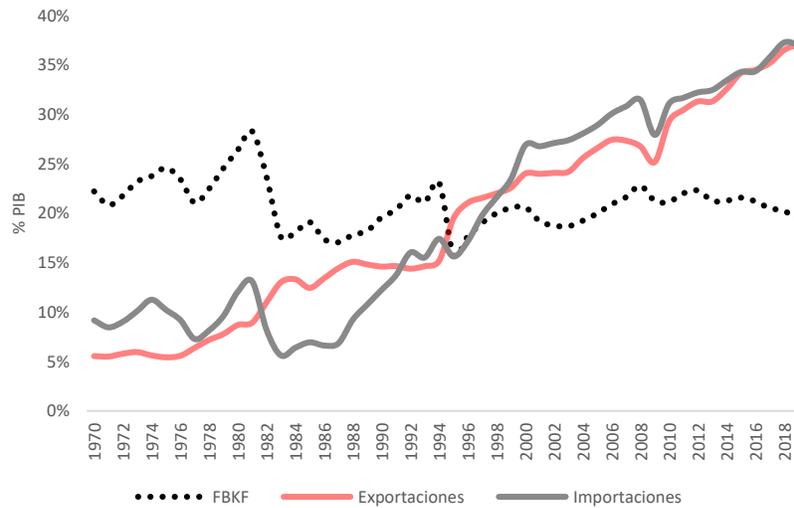
Si analizamos estas trayectorias de crecimiento por principales componentes del PIB es posible identificar como México a partir de la era de la globalización sustentó un gran componente de su crecimiento en el fuerte incremento de las exportaciones, no obstante al observar la Figura 3 se constatan dos particularidades, la primera de ellas se asocia al balance negativo de la cuenta comercial que empieza a dominar desde 1998 y gradualmente se va reduciendo hasta llegar a representar en 2019 el 0,40% del PIB, esto es consecuencia de la forma cómo México se insertó al modelo de comercio mundial, la especialización productiva en el proceso de ensamblaje indujo a que el componente de las importaciones tenga un alto grado de correspondencia con las exportaciones. La segunda particularidad relacionada con la primera es como a partir de la inserción al modelo liderado por exportaciones la Formación Bruta de Capital Fijo – FBKF se disoció de la trayectoria de las exportaciones y con ello del crecimiento económico, así, la reducción de los niveles de inversión productiva en las últimas tres décadas se posicionó como una de las explicaciones de la ralentización económica.

Figura 3. Evolución de los principales componentes del PIB 1970-2019
(a) Colombia



⁹⁴ Para 2019 de las 100 multilatinas más grandes, 28 son de capital mexicano. A su vez, este país cuenta con las 5 multilatinas más grandes de la región (Mexichem, Cemex, Grupo Bimbo, Grupo Alfa y América Móvil), dominando así la región en los sectores de telecomunicaciones, multisectores y medios. Para más detalle ver <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/multilatinas/estos-son-los-resultados-del-ranking-multilatinas-2019>

(b) México



Fuente: Elaboración propia con base en Indicadores de Desarrollo Mundial, Banco Mundial

En el caso colombiano el crecimiento económico descansó menos en el comportamiento de las exportaciones (ver Figura 3), lo que significó que si bien esta variable aumentó su participación sobre el PIB cuando el país se insertó al modelo liderado por exportaciones, su dinamismo se frenó ante el boom de los *commodities* que inició en 2003, esto indujo un aumento en el saldo deficitario de la cuenta comercial, que se ha ido profundizando a partir del 2014 como resultado del fin de los altos precios internacionales de las materias primas. Por su parte, la FBKF ha mostrado un comportamiento más dinámico que las exportaciones en la era de la internacionalización, sin embargo, este rubro tan sólo ha llegado a representar en 2019 el 22% de PIB⁹⁵, de forma que no es posible afirmar que el crecimiento económico colombiano ha descansado en la dinamización de la inversión productiva.

Estos resultados van en contravía a lo esperado de los procesos de desregulación – globalización, se argumentaba que la apertura de la cuenta financiera iba a atraer voluminosos influjos de IED y con ello se iba a dinamizar la inversión productiva privada, en tanto este rubro se iba a posicionar “como una fuente de financiamiento estable al constituir una inversión de capital fijo que no puede ser repatriado con facilidad e inmediatez” (Abeles et al., 2018, p. 273). Sin embargo, dos comportamientos interrelacionados se observaron en Colombia y México, el primero es que los efectos de la IED sobre los niveles de inversión productiva privada fueron débiles y el segundo es que su crecimiento fue disfuncional en tanto siguió una dinámica

⁹⁵ Como referencia, cuando México sustentaba su trayectoria de crecimiento en la FBKF esta llegó a representar cerca del 28% del PIB.

semejante a la de los movimientos de activos de corto plazo (Abeles et al., 2018, p. 273; Levy-Orlik, 2010, p. 150).

En términos del impacto sobre los niveles de inversión productiva, hay que reconocer que a partir de la década de 1990 voluminosos flujos de capital extranjero por concepto de inversión directa entran tanto a Colombia como México (ver Cuadro 1), quienes no fueron ajenos al auge que las empresas transnacionales estaban viviendo en el entorno internacional, encontrando en instrumentos tales como las fusiones y adquisiciones formas aceleradas para capturar mercados internos. No obstante, esto no fue un proceso homogéneo, las empresas transnacionales canalizaron sus recursos de forma diferenciada dependiendo la subregión, para el caso mexicano lo que se buscó fue aumentar la eficiencia integrando las facilidades productivas a redes más amplias de producción manufacturera, mientras que en Colombia la expansión de la IED se dio en actividades más tradicionales, tal como la explotación de recursos naturales (CEPAL, 2001, p. 18).

Sin embargo, la expansión de estas corporaciones tomó un carácter particular en la región, si bien generaron un dinamismo en la trayectoria de las exportaciones, dicho aumento de la competitividad siguió un orden espurio⁹⁶, en tanto, la falta de condicionantes para la instalación del capital extranjero provocó que la inversión extranjera se sustentará en préstamos inter-compañías y reinversión de utilidades⁹⁷ en lugar de ampliación de la capacidad productiva, de ahí que los efectos sobre la transferencia tecnológica y la configuración de encadenamientos productivos domésticos fueran débiles, limitados y en los segmentos de bajo valor agregado. Además para Cómbita-Mora & Moreno-Rivas (2021)

La incursión de las corporaciones multinacionales no es más que un fenómeno mundial en que los países en desarrollo han llevado a sus economías hacia un deterioro sistemático de las condiciones laborales como medio para atraer inversión extranjera directa, y su creciente especialización hacia la exportaciones de materias primas. Este proceso es el reflejo de un cambio estructural productivo que ralentizó la dinámica de

⁹⁶ Para Fajnzylber (1992, p. 24) cuando la competitividad se logra sobre la combinación de una renta geográfica o de recursos naturales y a expensas de las remuneraciones laborales y donde, además, los recursos generados en la fase inicial del sistema productivo, en lugar de canalizarse hacia la incorporación de progreso técnico vía inversión, se desplazan hacia el consumo o hacia el exterior se denomina una "competitividad espuria o efímera".

⁹⁷ Según datos de la CEPAL, para el periodo 2007-2019 en promedio en México el 60,5% de los ingresos por IED se dieron por concepto de préstamos entre compañías y reinversión de utilidades; mientras que para Colombia un total de 40,9% entró por este concepto.

acumulación de capital en sectores líderes en empleo y crecimiento, reforzando así el modelo de exclusión económica y ralentizando la acumulación de capital⁹⁸ (p. 218).

Mientras que la disfuncionalidad de la IED se alude a dos factores centrales, el primero es la dinámica que adquirió esta variable semejante a la de los movimientos de activos de corto plazo, para Abeles et al. (2018, p. 276) esto obedece a que la IED no está motivada exclusivamente por fines productivos, sino que puede seguir factores como el arbitraje fiscal, la cobertura frente al riesgo, la diversificación de cartera o la especulación, así, no hay forma de hacer una distinción clara entre las decisiones de inversión directas o de cartera, lo que explica por qué la entrada de inversión extranjera ha sido superior a las necesidades de financiamiento de la cuenta corriente. El segundo factor es la dominancia del déficit de ingreso primario (i.e. utilidades, dividendos e intereses) en el saldo neto de la cuenta corriente (ver Cuadro 1), lo que significa que la inserción dependiente del modelo facilitó, tanto en el caso mexicano como colombiano, que las transnacionales busquen primordialmente la extracción de rentas de sectores con bajo valor agregado, antes que diseminar el dinamismo de la inversión hacia el resto del sistema económico (Lo Vuolo, 2015, p. 17).

Para el caso colombiano esto resulta evidente, en tanto las salidas por concepto de ingreso primario aumentaron gradualmente en el periodo 1995-1999, se aceleraron a partir del boom de los *commodities* y perdieron participación una vez los precios internacionales de las materias primas cayeron (ver Cuadro 1), de hecho, en el punto más álgido del boom las salidas por concepto de utilidades y dividendos llegaron a representar el 84% del total de las salidas por ingreso primario. En el caso mexicano, se observa que la repatriación de utilidades y dividendos estaba perdiendo participación sobre el producto a partir de la inserción al modelo liderado por exportaciones, sin embargo, esto se revirtió a partir del inicio del boom de los *commodities* y se reposicionó de forma más acelerada posterior a la crisis financiera global de 2008 (ver Cuadro 1), como resultado de la recomposición de la gran empresa transnacional en el sistema económico mundial.

⁹⁸ De hecho los autores van más lejos al afirmar que al menos en Colombia las corporaciones multinacionales han sido catalizadores de violencia política y social, en tanto han contribuido al reforzamiento de un modelo excluyente a través de la consolidación de sectores rentistas y especulativos altamente dependientes de las bonanzas externas que también favorecen la represión salarial. Peor aún, estas corporaciones han participado directamente financiando a grupos armados ilegales para su propio beneficio (Cómbita-Mora & Moreno-Rivas, 2021, p. 218)

Cuadro 1. Entradas y salidas de capitales (% PIB)

| | Posición neta | | | | | | | | Activos ^a | | | | | | | | Pasivos ^b | | | | | | | |
|--------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1980-2019 | 1980-1989 | 1990-1994 | 1995-1999 | 2000-2004 | 2005-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 | 1980-2019 | 1980-1989 | 1990-1994 | 1995-1999 | 2000-2004 | 2005-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 | 1980-2019 | 1980-1989 | 1990-1994 | 1995-1999 | 2000-2004 | 2005-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 |
| Colombia | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cuenta corriente | -2,6 | -2,9 | 0,0 | -3,8 | -0,6 | -2,2 | -3,5 | -4,6 | 18,9 | 17,2 | 19,4 | 16,0 | 19,6 | 20,9 | 20,5 | 20,2 | 21,4 | 20,1 | 19,4 | 19,9 | 20,2 | 23,0 | 24,0 | 24,8 |
| Bienes y servicios | -1,2 | -0,6 | 1,0 | -2,9 | -0,5 | -0,9 | -1,0 | -4,3 | 15,8 | 14,8 | 16,1 | 14,0 | 15,8 | 17,4 | 17,9 | 15,8 | 17,1 | 15,4 | 15,0 | 16,9 | 16,3 | 18,3 | 18,9 | 20,1 |
| Ingreso primario | -3,2 | -3,7 | -3,4 | -1,9 | -2,8 | -3,7 | -3,9 | -2,5 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 1,0 | 1,8 | 4,2 | 4,6 | 4,2 | 2,7 | 3,6 | 4,5 | 4,8 | 4,4 |
| Ingreso secundario | 1,9 | 1,4 | 2,3 | 0,9 | 2,7 | 2,5 | 1,4 | 2,3 | 2,1 | 1,4 | 2,5 | 1,2 | 3,0 | 2,7 | 1,7 | 2,6 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |
| Cuenta financiera | -3,3 | -3,4 | -1,4 | -4,1 | -1,4 | -3,1 | -4,7 | -4,7 | 1,6 | 0,7 | 0,9 | 1,8 | 1,2 | 2,7 | 2,9 | 2,0 | 4,9 | 4,1 | 2,3 | 5,9 | 2,7 | 5,9 | 7,6 | 6,7 |
| IED | -2,0 | -1,2 | -1,1 | -2,4 | -1,9 | -3,2 | -2,4 | -2,8 | 0,7 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,5 | 1,5 | 1,5 | 1,3 | 2,7 | 1,3 | 1,3 | 2,8 | 2,3 | 4,7 | 3,8 | 4,2 |
| IEC | -0,5 | -0,1 | -0,3 | -0,9 | 0,0 | 0,3 | -1,6 | -1,0 | 0,6 | 0,0 | 0,3 | 0,4 | 1,1 | 0,9 | 1,0 | 0,8 | 1,0 | 0,1 | 0,6 | 1,4 | 1,1 | 0,6 | 2,6 | 1,8 |
| Otra inversión | -0,8 | -2,1 | 0,0 | -0,8 | 0,2 | -0,2 | -0,7 | -0,9 | 0,4 | 0,6 | 0,4 | 0,9 | -0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,0 | 1,2 | 2,8 | 0,4 | 1,7 | -0,6 | 0,7 | 1,2 | 0,9 |
| México | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Cuenta corriente | -1,8 | -1,0 | -4,9 | -1,6 | -1,5 | -0,9 | -1,5 | -1,9 | 25,5 | 16,9 | 13,3 | 22,4 | 26,8 | 31,1 | 34,7 | 41,9 | 27,3 | 17,9 | 18,2 | 24,0 | 28,3 | 31,9 | 36,2 | 43,8 |
| Bienes y servicios | -0,5 | 2,8 | -3,3 | 0,1 | -1,7 | -1,8 | -1,3 | -1,8 | 23,0 | 14,8 | 11,5 | 20,4 | 24,4 | 27,8 | 31,9 | 38,3 | 23,5 | 12,0 | 14,8 | 20,3 | 26,1 | 29,6 | 33,2 | 40,1 |
| Ingreso primario | -2,8 | -4,7 | -2,6 | -2,7 | -1,4 | -1,6 | -2,1 | -2,7 | 0,9 | 1,2 | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 3,7 | 5,9 | 3,4 | 3,6 | 2,1 | 2,4 | 2,9 | 3,6 |
| Ingreso secundario | 1,5 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,6 | 2,5 | 1,9 | 2,6 | 1,6 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,6 | 2,5 | 1,9 | 2,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Cuenta financiera | -2,7 | -1,2 | -5,7 | -2,4 | -2,8 | -1,9 | -4,2 | -2,2 | 1,0 | 1,1 | 0,8 | 0,6 | 0,2 | 1,8 | 2,5 | -0,2 | 3,7 | 2,4 | 6,5 | 3,0 | 3,0 | 3,7 | 6,7 | 2,1 |
| IED | -1,8 | -1,1 | -1,3 | -2,4 | -2,8 | -1,9 | -1,3 | -2,3 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,7 | 1,2 | 0,7 | 2,1 | 1,1 | 1,3 | 2,4 | 3,0 | 2,6 | 2,5 | 3,0 |
| IEC | -1,0 | 0,2 | -2,9 | -0,6 | -0,4 | 0,1 | -3,7 | -1,2 | 0,3 | 0,2 | 0,6 | 0,1 | -0,1 | 1,0 | 0,5 | 0,4 | 1,4 | 0,0 | 3,5 | 0,7 | 0,2 | 0,8 | 4,2 | 1,6 |
| Otra inversión | 0,1 | -0,3 | -1,4 | 0,6 | 0,4 | -0,1 | 0,7 | 1,4 | 0,7 | 1,0 | 0,2 | 0,5 | 0,2 | 0,2 | 1,0 | 1,4 | 0,6 | 1,3 | 1,6 | -0,2 | -0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,1 |

Nota: IED: Inversión Extranjera Directa, IEC: Inversión Extranjera de Cartera

a: Para los rubros de la cuenta corriente se registraron como activos aquellos contabilizados como crédito

b: Para los rubros de la cuenta corriente se registraron como pasivos aquellos contabilizados como débito

Fuente: Elaboración propia con base en datos del FMI. Base de datos en línea (<https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805740>)

En resumen, Colombia y México a pesar de sus diferencias en términos de tamaño, especialización productiva y reformas estructurales, tienen en común que la inserción al modelo liderado por exportaciones se dio de forma dependiente, por lo que ambos países regresaron al patrón de ventajas comparativas estáticas, en donde el crecimiento económico se ralentizó y la volatilidad aumentó, en tanto estos países se encuentran más expuestos a los choques externos. Se constata además que la IED no se posicionó como una fuente de financiamiento funcional para el crecimiento económico, ya que no generó dinámicas de transferencia tecnológica ni formación de encadenamientos productivos.

Contrario a ello, se han observado dos fenómenos, el primero de ellos es que una vez las grandes empresas transnacionales se instalaron y capturaron los mercados nacionales, no han aumentado su capacidad productiva de forma significativa y se han dedicado a la extracción de rentas a través de la repatriación de utilidades y dividendos; y el segundo fenómeno hace referencia a la dinámica de corto plazo que tomaron los flujos de IED guiada por la motivación de los inversionistas, quienes encontraron en los procesos de arbitraje, cobertura de riesgos, diversificación de cartera o especulación instrumentos líquidos de materialización de ganancias en el corto plazo.

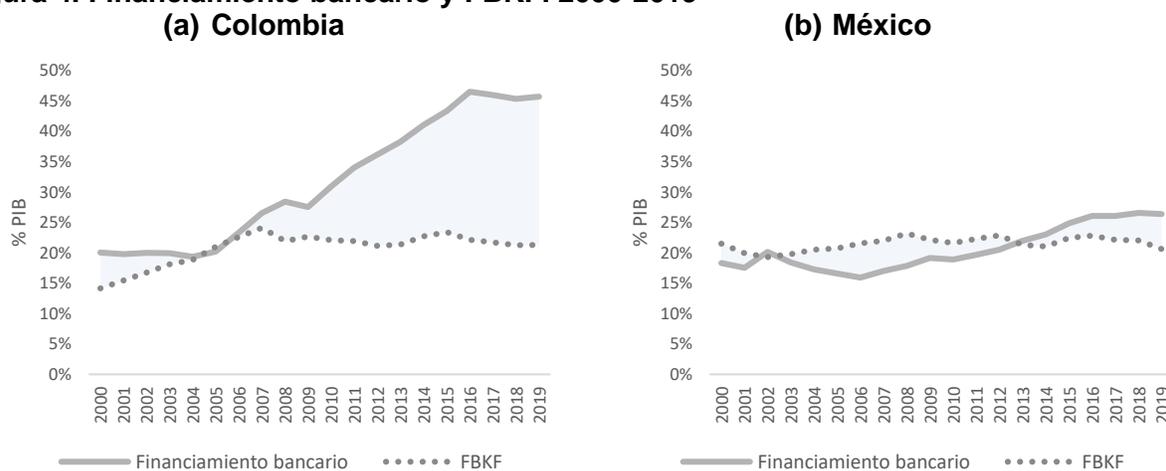
4.2. GRAN CAPITAL Y COMPLEJIZACIÓN DE LAS RELACIONES FINANCIERAS

La forma de organización de la institucionalidad financiera ha sido determinante en los procesos de desarrollo económico, el tránsito hacia un sistema bancario dominado por la eficiencia a partir de la era de la desregulación - globalización materializó nuevas formas de interacción entre las instituciones financieras y no financieras. Tal como se ha argumentado previamente, las dinámicas de globalización han desdibujado las diferencias propias entre las estructuras financieras basadas en el mercado de capitales y el crédito bancario. De forma particular en América Latina, y en especial en Colombia y México, el ascenso de las corporaciones financieras no bancarias crearon nuevas formas de interacción entre la gran empresa y el mercado de capitales, y con ello contribuyeron a la complejización del sistema financiero, dado que este mercado se consolidó como el espacio donde se centralizan y concentran los grandes capitales, sin embargo, esta transformación de la estructura financiera no logró crear conexiones funcionales y eficientes para las dinámicas de inversión productiva.

Una primera aproximación a la explicación de este fenómeno se hará a partir del comportamiento del sector bancario, si se observa la Figura 4 es posible determinar que en términos generales el aumento de la participación del financiamiento proporcionado por este sector sobre el PIB no se

ha traducido en una expansión de los coeficientes de inversión, por el contrario, los elementos comunes que saltan a la vista son: (i) el estancamiento en la participación de la FBKF sobre el producto, lo que es reflejo de las dinámicas propias del modelo liderado por las exportaciones y (ii) el aumento de la participación del financiamiento bancario incluso sobre las necesidades reales, fenómeno potenciado a partir de 2005 como resultado del auge experimentado a lo largo del periodo de términos de intercambio favorables, que indujo un periodo de expectativas alcistas en donde las decisiones de consumo (más que de inversión) tomaron lugar a partir de un aumento de la cartera en los agentes solventes. De forma que en el periodo de análisis los flujos financieros bancarios no estuvieron ligados directamente a la dinámica de inversión.

Figura 4. Financiamiento bancario y FBKF. 2000-2019



Nota: Por disponibilidad de datos la serie se muestra a partir del año 2000

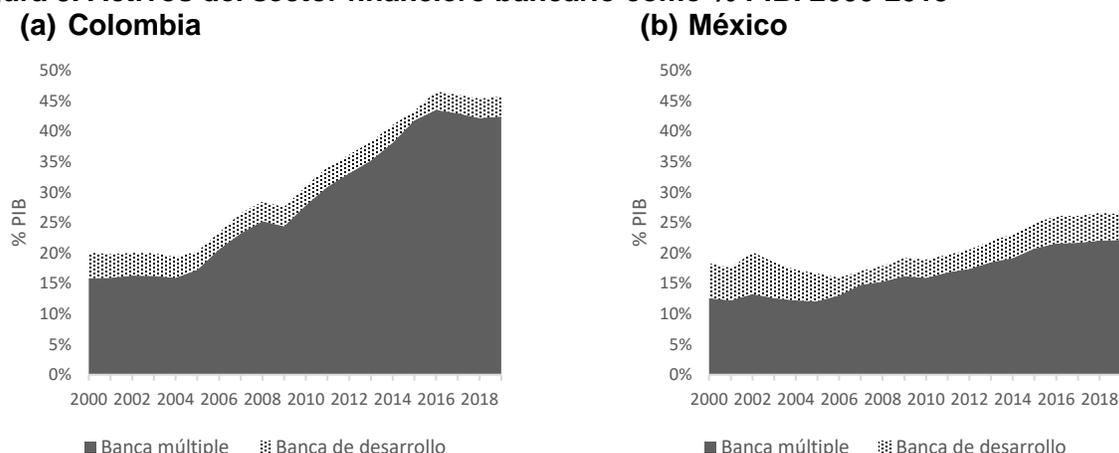
Fuente: Elaboración propia con base en datos de la CNBV, Superintendencia Financiera de Colombia y Banco Mundial

Aunque México y Colombia comparten las características previas, en términos particulares sus estructuras bancarias difieren, lo que explica la importancia relativa disímil del financiamiento bancario sobre el producto. Para evaluar esto resulta importante caracterizar el sector en términos de: (i) institucionalidad; (ii) concentración y (iii) funcionalidad⁹⁹. Respecto al primer aspecto, resalta que en ambos países la gran banca múltiple privada es la institución que lidera

⁹⁹ Para afirmar que un sistema financiero es funcional se está siguiendo la definición de Studart (1995, p. 3) quien afirma que un sistema financiero funcional se define como aquel que, independientemente de su etapa de desarrollo o tejido institucional, financia la acumulación con el menor aumento de la fragilidad financiera a través del proceso de crecimiento.

el comportamiento del sector¹⁰⁰ mientras que la banca de desarrollo¹⁰¹ cuenta con una participación marginal en la asignación de créditos (ver Figura 5).

Figura 5. Activos del sector financiero bancario como % PIB. 2000-2019



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera de Colombia y la CNBV

Para el caso de Colombia, en el año 2000, del total de activos del sector bancario, la cartera de crédito de la banca de desarrollo representó el 11,05% y para 2019 esta cifra descendió a 4,56%, para Ocampo (2021, p. 246) aunque la banca de desarrollo ha tenido un papel determinante en el sector agropecuario y exportador, así como para apoyar las iniciativas públicas regionales y a las pymes, su funcionalidad en conjunto ha sido relegada a segundo plano dentro del sistema financiero y con una fuerte tendencia descendente en su participación en el sector. Por su parte, en México para el año 2000, del total de activos del sector bancario, la cartera de crédito de la banca de desarrollo representó el 19,97% y para 2019 esta cifra descendió a 8,72%; a nivel sectorial la banca de desarrollo mexicana ha enfocado sus esfuerzos de financiación directa a megaproyectos de infraestructura y energía que por su elevado riesgo el sector privado no invierte (Tregear Maldonado, 2018, p. 84)

Estas características reflejan que en ambos casos la banca de desarrollo no solo tiene un papel marginal en el financiamiento bancario, sino que además ha perdido representatividad a lo largo del periodo de internacionalización dejando dos responsabilidades a la multibanca privada: (i) financiar la inversión productiva y (ii) dirigir el dinamismo del mercado de créditos a nivel interno.

¹⁰⁰ Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia y la CNBV para el periodo 2000-2019, en promedio tanto para Colombia como para México el 83% de los activos del sector bancario estaban concentrados en la gran banca.

¹⁰¹ La Superintendencia Financiera de Colombia clasifica la banca de desarrollo como Banca de segundo piso (Instituciones Oficiales Especiales – IOE).

El segundo aspecto para analizar es la concentración bancaria, en el caso mexicano se observa una alta concentración de activos en los siete bancos más grandes, aunque estos han perdido participación sobre el total de activos del sector a partir del 2010 como resultado de la aparición de un nuevo segmento de mercado apropiado por la banca mediana¹⁰², la cual ha apuntado en su mayoría a dinamizar la cartera de crédito de consumo. Según datos de la Comisión Nacional Bancaria de Valores – CNVB en el año 2000 el 85,71% de los activos del sector financiero bancario se concentraban en los 7 bancos más grandes (BBV Bancomer, Banamex, Serfin, Bital, Santander Mexicano, Mercantil del Norte y Citibank), mientras que para 2019 el G-7 (BBVA Bancomer, Santander, Banamex, Banorte, HSBC, Scotiabank e Inbursa) concentró el 78,34% de los activos totales del sector.

El caso colombiano resulta de particular interés porque a lo largo de la era de internacionalización transitó por una senda de concentración bancaria permanente, en el año 2000 el 57,59% del total de activos del sector bancario se concentró en el G-7 (Bancolombia, Bancafé, Banco de Bogotá, BBV Banco Ganadero, Davivienda, Banco Granahorrar y Banco Agrario), mientras que para 2019 el G-7 (Bancolombia, Banco de Bogotá, Davivienda, BBVA Colombia, Banco de Occidente, Colpatria Red Multibanca y Banco GNB Sudameris) concentró el 78,65%. Esta situación se profundiza por la fortaleza de sus conglomerados financieros nacionales (Grupo AVAL, Grupo Empresarial Antioqueño – GEA y Grupo Bolívar), de forma que si la concentración bancaria se mide por el total de activos que estos grupos concentran se observa que para el 2000 contaban con el 13,65% del total de activos, mientras que para 2019 esta cifra ascendió a 65,50%, lo que es reflejo del gran periodo de éxito y expansión de la gran banca privada nacional en la era de internacionalización.

A su vez, el análisis de la concentración bancaria también se puede hacer en términos de propiedad, en el caso de Colombia la estructura financiera bancaria se encuentra dominada por instituciones de propiedad nacional¹⁰³, mientras que en México la dominancia se da por parte de la banca extranjera, si bien a lo largo del periodo de análisis la participación de la banca nacional ha aumentado (pasando del 42,86% en 2000 al 60,78% en 2019), la dominación en la

¹⁰² Para 2000 México contaba con 2 bancos catalogados medianos, mientras que para 2019 esta cifra aumento a 12 bancos, donde destacan Banco del Bajío, Banco Azteca, Bank of America, Banregio, Monex, Afirme, J.P Morgan, Multiva, Invex, BIAfirme, Bancoppel y Sabadell.

¹⁰³ Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia en promedio entre el 2000-2019 el 62,81% del total de activos del sector bancario se concentran en bancos de propiedad nacional, y al interior del G-7 se mantiene la dominancia de la gran banca nacional (Bancolombia, Banco de Bogotá, Davivienda y Banco de Occidente). Aunque bancos extranjeros como BBVA Colombia, Scotiabank Colpatria y Banco GNB Sudameris van captando gradualmente más mercado.

concentración de activos se sigue manteniendo en capital extranjero, de hecho para 2019 solo 2 bancos pertenecientes al G-7 se catalogan como bancos de propiedad nacional (Banorte e Inbursa).

Esto nos lleva a preguntarnos cómo las diferencias propias entre Colombia y México en términos de institucionalidad y concentración han afectado al sector en términos de funcionalidad. En primer lugar, resulta claro que en la era de desregulación – globalización la creación de dinero para la circulación al circuito productivo dejó de ser la función principal de la gran multibanca privada (ver Figura 4), de forma que los flujos crecientes de capital financiero no han estado ligados al financiamiento del sector productivo privado (Levy-Orlik & Bustamante, 2022, p. 171). A nivel general esto responde a que la gran banca encontró en los mercados financieros no bancarios nuevas formas de interactuar con las corporaciones no financieras.

En otras palabras, la gran multibanca privada fue encontrando espacios alternativos de materialización de ganancias, lejos de su propia funcionalidad a lo largo de la región. A nivel particular, la composición de los activos bancarios ofrece una explicación sobre el porqué en México, contrario a lo ocurrido en Colombia, los créditos no tienen un papel importante sobre el producto. Para ello resulta determinante observar la relación entre las operaciones crediticias y no crediticias; para ambos países la cartera de crédito es la posición dominante dentro de los activos totales (ver Figura 6), sin embargo, una diferencia salta a la vista, en el caso colombiano los créditos al sector privado han ganado participación sobre el total de activos¹⁰⁴, mientras que las actividades no crediticias han reducido su posición¹⁰⁵, de forma que en Colombia gran parte del apalancamiento y financiación del sector bancario aun proviene de sus actividades tradicionales, es decir, del mercado de crédito.

Por el contrario, al observar la composición de los activos bancarios en México (ver Figura 6) es posible identificar que la cartera de créditos perdió participación de forma gradual sobre el total de activos del sector¹⁰⁶ y las actividades no crediticias aumentan rápidamente su posición en las

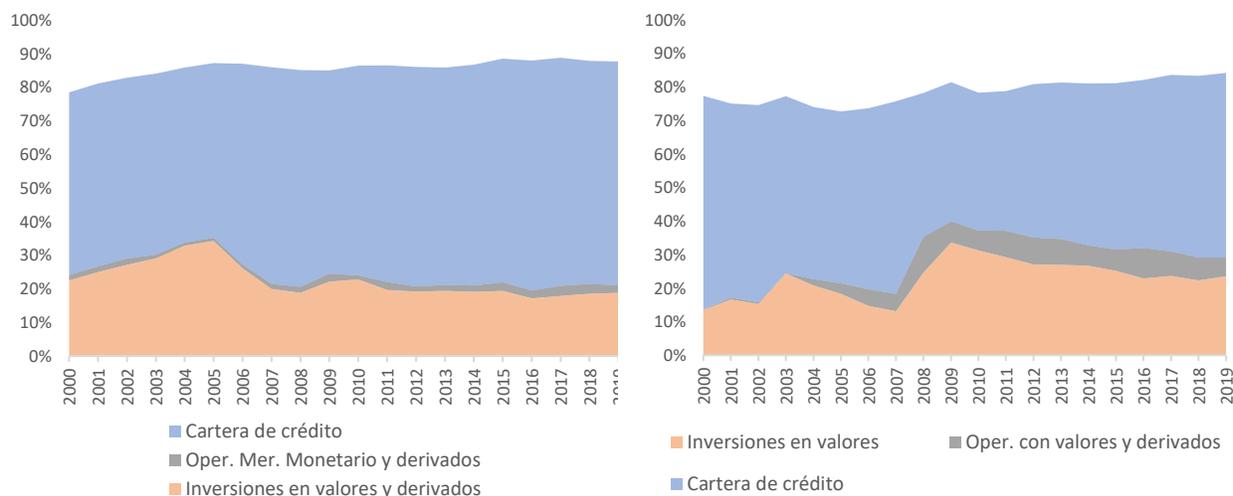
¹⁰⁴ Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia en promedio para el periodo 2000-2009 la cartera de crédito de la banca tenía una participación del 56,96% sobre el total de activos del sector, mientras que para el periodo 2010-2019 esta cifra aumentó al 65,85%.

¹⁰⁵ Según datos de la Superintendencia Financiera de Colombia en promedio para el periodo 2000-2009 las actividades no crediticias (i.e. operaciones del mercado monetario y relaciones e inversiones en valores y derivados) tenía una participación del 27,29% del total de activos del sector, mientras que para el periodo 2010-2019 esta cifra se redujo a 21,39%.

¹⁰⁶ Según datos de la CNBV en promedio para el periodo 2000-2009 la cartera de crédito representó el 51,38% del total de activos del sector, mientras que para el periodo 2010-2019 esta cifra se redujo a 47,31%.

actividades bancarias¹⁰⁷. Por lo que es posible identificar cómo la gran banca privada no se ha visto obligada a competir en el mercado de créditos, en tanto, han utilizado activos de gran liquidez para apalancar e incrementar su propia financiación, principalmente en forma de títulos de deuda pública y financiamiento bancario mediante repos (Kaltenbrunner & Paineira, 2018, p. 51).

Figura 6. Composición de los activos bancarios. % del total de activos
(a) Colombia **(b) México**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Superintendencia Financiera de Colombia y la CNBV

Así, el gobierno general ha sido uno de los agentes que más ha desincentivado la competencia en el mercado crediticio, al proveer un financiamiento libre de riesgo para la banca en forma de bonos públicos, sin embargo, esto más allá de provocar la pérdida de dinamismo en la colocación de créditos ha profundizado la ruptura de la esfera real con la financiera, en tanto, el carácter de corto plazo de los bonos se ha empalmado con el crecimiento de activos de corto plazo, lo que ha inducido a que los créditos de largo plazo (i.e. créditos productivos)¹⁰⁸ fueran desplazados por préstamos a corto plazo (i.e. crédito a los hogares)¹⁰⁹, lo que perjudica los procesos de acumulación de capital y crecimiento económico a largo plazo.

¹⁰⁷ Según datos de la CNBV en promedio para el periodo 2000-2009 las actividades no crediticias (i.e. inversiones en valores y operaciones con valores y derivados) representó el 22,84% del total de activos del sector, mientras que para el periodo 2010-2019 esta cifra aumentó a 32,97%.

¹⁰⁸ Según datos de Banxico para el 2003 el 60,11% de la cartera vigente de la multibanca se asociaba al crédito comercial, mientras que para 2019 esta cifra descendió a 55,56%. Para el caso colombiano la situación es similar, según datos del Banco de la República, para el 2003, el 63,68% de la cartera vigente correspondía a la cartera comercial, mientras que para 2019 esta cifra descendió al 51,03%.

¹⁰⁹ Según datos de Banxico para el 2003 el 34,45% de la cartera vigente de la multibanca se asociaba a crédito a los hogares (consumo y vivienda), mientras que para el 2019 esta participación aumentó al 42,01%. Para el caso colombiano la situación es similar, según datos del Banco de la República, para el

En términos del mercado de capitales hay más similitudes que diferencias en el caso mexicano y colombiano, en particular se observa en ambos casos una desconexión entre el creciente influjo de capital externo (por concepto de IED e IEC) y la evolución del mercado de valores, de forma que aun “pese a la decisiva influencia que tuvo la globalización y liberalización financiera, el mercado de capitales no alcanzó el nivel de desarrollo suficiente para dinamizar la actividad económica en torno de sí” (Miotti, 2018, p. 92).

Al observar la trayectoria de este mercado en la era de internacionalización es posible determinar que en un entorno de auge de empresas transnacionales, en donde han confluído la dominancia de los procesos de fusiones y adquisiciones como forma de entrada del gran capital a la región¹¹⁰, con el auge de las multilatinas, y para el caso particular de México con la fortaleza de su moneda nacional (MXN) en los mercados cambiarios internacionales¹¹¹; los mercados de capitales domésticos no lograron despegar, lo que refleja la dinámica del modelo liderado por exportaciones en donde la gran empresa extranjera no participa en los mercados donde se hospedan (Levy-Orlik & Bustamante, 2022, p. 171) y la gran empresa multilatina no participa de los mercados domésticos, sino que valoriza su capital en los centros financieros internacionales.

Al observar el Cuadro 2 es posible determinar como a pesar de la expansión de la gran empresa, Colombia y México han experimentado una caída en las empresas domésticas listadas y los coeficientes de capitalización bursátil son reducidos si se comparan con el promedio de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico – OCDE. En el caso colombiano hay dos eventos determinantes en este comportamiento, el primero data en 2012 cuando da lugar la crisis de Interbolsa quien termina operaciones tras un escándalo de corrupción, esto fue importante en el movimiento de los indicadores en tanto para la fecha era “el conglomerado bursátil más grande del país, que manejaba cerca de una tercera parte de las operaciones con títulos valores” (Portafolio, 2017); el otro evento se asocia a la caída de los precios internacionales de los *commodities*, y en particular del petróleo, lo que provocó la caída en el precio de las acciones de grandes empresas como Ecopetrol y Pacific Rubiales (Serrano, 2020,

2003 los hogares acumulaban el 35,29% de la cartera vigente del sector, mientras que para 2019 esta cifra ascendió a 46,24%.

¹¹⁰ Según datos de UNTAC en el periodo 2000-2019 se han concretado 158 adquisiciones en Colombia, mientras que en México la cifra asciende a 437 (lo que representa el 25% de adquisiciones en toda la región de América Latina y el Caribe). Mientras que en términos de ventas en Colombia dieron lugar 458 mientras que en México 859 (lo que representa el 15% del total de ventas en toda la región). Para más detalle ver <https://unctad.org/topic/investment/world-investment-report>

¹¹¹ Según datos del BIS, es posible identificar que para 2013 el peso mexicano fue la octava moneda más negociada en los mercados internacionales, y la primera de la economías emergentes, se ubicó por detrás del dólar americano, euro, yen japonés, libra esterlina, dólar australiano, dólar canadiense y el franco suizo. Para más detalle ver <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d11.2>

p. 275), lo que indica que el comportamiento bursátil de la BVC está altamente correlacionado con la cotización internacional de los precios básicos (Cómbita-Mora & Moreno-Rivas, 2021, p. 211).

En términos de valor total negociado en Bolsa respecto al PIB, Colombia registró su máximo en el periodo 2005-2012, años en los cuales confluyeron diversos factores, el primero fue la adquisición de Bavaria (la cervecera nacional más grande) por parte de la multinacional SABMiller en 2005, el segundo factor fueron las dos rondas de emisión de acciones por parte de la empresa pública más grande (Ecopetrol) en 2007 y 2012 respectivamente; y el tercer factor se asocia al periodo de términos de intercambio favorables, en el cual empresas como Ecopetrol y Pacific Rubiales observaron valorización en sus acciones.

Cuadro 2. Indicadores del mercado de capitales. 2000-2019

| | 2000-2004 | 2005-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Colombia | | | | |
| Empresas domésticas listadas | 103,8 | 91,6 | 76,2 | 67,2 |
| Capitalización de las empresas domésticas listadas (% PIB) | - | 43,12 | 59,01 | 35,38 |
| Valor total negociado en bolsa (% PIB) | 1,13 | 8,11 | 6,84 | 4,36 |
| Rotación del mercado bursátil | - | 19,66 | 11,57 | 12,30 |
| Volatilidad precio acciones | 18,67 | 23,59 | 20,23 | 14,74 |
| México | | | | |
| Empresas domésticas listadas | 162,8 | 131,4 | 133,6 | 138,6 |
| Capitalización de las empresas domésticas listadas (% PIB) | 17,31 | 32,19 | 39,81 | 33,39 |
| Valor total negociado en bolsa (% PIB) | 5,09 | 8,41 | 10,30 | 8,60 |
| Rotación del mercado bursátil | 29,37 | 26,84 | 25,89 | 24,38 |
| Volatilidad precio acciones | 24,97 | 23,15 | 17,56 | 13,51 |
| OCDE | | | | |
| Capitalización de las empresas domésticas listadas (% PIB) | 90,70 | 91,14 | 89,22 | 113,55 |
| Valor total negociado en bolsa (% PIB) | 107,31 | 141,13 | 115,44 | 123,04 |
| Rotación del mercado bursátil | 117,02 | 166,82 | 132,09 | 106,83 |
| Volatilidad precio acciones | 23,52 | 21,40 | 20,71 | 15,63 |

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Global Financial Development Database. Base de datos en línea (<https://www.worldbank.org/en/publication/qfdr/data/global-financial-development-database>)

Por su parte, México observó que el valor total negociado en Bolsa tocó sus máximos en los años 2007, 2010 y 2013, lo que coincide con los puntos álgidos de las fusiones y adquisiciones de las empresas transnacionales en el mercado mexicano, así como la expansión de las grandes empresas multilatinas de capital mexicano. Operaciones como la fusión entre FEMSA y Heineken

en 2010 y la adquisición de Grupo Modelo por parte de AB InBev en 2013, sumado a las adquisiciones por parte de América Móvil, Coca Cola Femsa, Bimbo, Arca continental, Televisa, Mexichem y Grupo Alfa¹¹² revelan la agudeza con que se han dado los procesos de centralización y concentración del gran capital en el país. Según datos de la UNCTAD, en promedio a partir de 1995, cada quinquenio 214 empresas mexicanas se han vendido o fusionado¹¹³, lo que refleja cómo estas grandes empresas han optado por expandir su hoja de balance de forma artificial.

En términos de rotación de las acciones domésticas, la situación para ambos países es similar, en tanto las negociaciones en los mercados domésticos no tienen dinamismo, de forma que la gran empresa encuentra en los mercados internacionales capital a menor costo además de acciones líquidas, lo que induce a que sus procesos de financiamiento se den en esa esfera. Por último, en términos de volatilidad del precio de las acciones, tanto Colombia como México han permanecido cerca al promedio de la OCDE.

Finalmente, se analiza el mercado de bonos, siguiendo a Pérez Caldentey et al. (2018, p. 4) en el periodo de internacionalización se identifican dos hechos estilizados de América Latina en este mercado, el primero es que la región mantiene al gobierno general como principal emisor de bonos, aunque su participación ha declinado a lo largo del periodo y el segundo hecho es que la región ha observado un rápido crecimiento en la emisión de bonos por parte de las corporaciones financieras, pero aún más importante de las corporaciones no financieras. Este crecimiento se potenció a partir del 2008 ante el anuncio de la política monetaria no convencional (ver Cuadro 3), debido a que

La política de flexibilización cuantitativa no tuvo un impacto directo en la creación de liquidez global mediante una expansión del crédito bancario ya que el aumento de las reservas no se tradujo en un aumento de los préstamos de dichas instituciones. Sin embargo, sí tuvo un efecto en la composición de la liquidez global al cambiar la rentabilidad relativa de invertir en distintos activos financieros a través del canal de reequilibrio de cartera (Pérez Caldentey, 2018, p. 142).

En los casos particulares de México y Colombia, el crecimiento acelerado del mercado de bonos se explica, en general, a partir de las emisiones domésticas en el periodo 2008-2019¹¹⁴ (ver

¹¹² Para más detalle sobre los procesos de fusiones y adquisiciones de empresas mexicanas entre 2011 y 2014 ver <https://www.elfinanciero.com.mx/empresas/las-10-mexicanas-que-mas-compran-en-el-mundo/>

¹¹³ A manera de referencia, según la UNCTAD, en promedio a partir de 1995 cada quinquenio apenas 100 empresas colombianas han pasado por procesos de fusión o adquisición.

¹¹⁴ Colombia empieza a reportar información de emisiones domésticas a partir de 2007.

Cuadro 3), en Colombia el gobierno general ha emitido el 98,09% de bonos en este espacio, mientras que las corporaciones no financieras emiten 2,14% del total de las emisiones domésticas. Por su parte, en México el gobierno general también domina este espacio, lo hace con cerca de un 62% del total de las emisiones domésticas, las corporaciones financieras emiten alrededor del 30% y la participación de las corporaciones no financieras tienen no solo una participación marginal, sino que anualmente decreciente, en 2005 emitían el 11,57% del total de las emisiones domésticas, mientras que para 2019 esta cifra se redujo al 7,26%. Lo que refleja que las empresas privadas no financieras no ven en el mercado de bonos doméstico un mecanismo de fondeo que se ajuste a sus necesidades de financiamiento.

Cuadro 3. Emisiones de bonos como % del PIB. 2000-2019

| | Colombia | | | | | México | | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2000-2002 | 2003-2007 | 2008-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 | 2000-2002 | 2003-2007 | 2008-2009 | 2010-2014 | 2015-2019 |
| Por sector institucional | | | | | | | | | | |
| Total | 10,8 | 15,7 | 31,9 | 33,6 | 44,7 | 10,1 | 22,9 | 39,0 | 54,8 | 65,6 |
| Corporaciones financieras | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 1,3 | 3,3 | 0,5 | 4,7 | 10,6 | 14,3 | 14,7 |
| Corporaciones no financieras | 0,0 | 4,7 | 10,6 | 14,3 | 14,7 | 2,6 | 3,7 | 1,7 | 2,6 | 5,5 |
| Gobierno general | 9,8 | 14,9 | 30,4 | 29,6 | 36,0 | 7,0 | 14,5 | 23,3 | 30,8 | 34,7 |
| Por origen | | | | | | | | | | |
| Mercado doméstico | 0,0 | 4,9 | 23,7 | 24,4 | 27,6 | 0,0 | 15,6 | 31,9 | 43,3 | 45,7 |
| Corporaciones financieras | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 4,4 | 10,1 | 13,2 | 12,9 |
| Corporaciones no financieras | 0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,0 | 1,7 | 2,8 | 3,4 | 3,6 |
| Gobierno general | 0,0 | 4,9 | 23,4 | 23,8 | 27,0 | 0,0 | 9,6 | 19,1 | 26,6 | 29,2 |
| Mercado internacional | 10,8 | 10,8 | 8,2 | 9,2 | 17,1 | 10,1 | 7,3 | 7,1 | 11,5 | 21,0 |
| Corporaciones financieras | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 1,3 | 3,3 | 0,5 | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 2,6 |
| Corporaciones no financieras | 0,0 | 0,8 | 1,3 | 2,1 | 4,9 | 2,6 | 2,0 | 2,3 | 6,2 | 12,7 |
| Gobierno general | 9,8 | 10,0 | 7,0 | 5,8 | 9,0 | 7,0 | 4,9 | 4,2 | 4,2 | 5,6 |

Nota: Según el BIS debido a diferencias en definiciones y valuación de cada país, puede que la suma de las emisiones de bonos domésticos e internacionales no corresponda exactamente con el total de emisiones

Fuente: Elaboración propia con base de datos del BIS. Base de datos en línea (<https://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>)

En cuanto a las emisiones internacionales aunque tienen una participación relativa menor que las emisiones domésticas, han experimentado un crecimiento importante en la era de la internacionalización, en Colombia este rubro pasó de representar el 26,09% de las emisiones totales a 36,13% entre el 2007 y el 2019, mientras que en México pasó de un 18,98% a 33,06% para los mismos años. De esta evolución de las emisiones internacionales resalta la pérdida de representatividad del gobierno general, en Colombia en el 2000 este agente emitía el 87,50% de los bonos internacionales, mientras que en 2019 esta cifra pasó a representar el 53,57%, sin embargo, aún se mantiene como la institución con más peso dentro de las emisiones

internacionales. Por su parte en México el gobierno general sí perdió la dominancia en este mercado, pasó de emitir el 69,69% en el año 2000 al 25,78% en el 2019.

Paralelo a esto, a partir del nuevo milenio, pero en particular a partir de 2008, las corporaciones no financieras adquirieron gran dinamismo, en Colombia para el 2003 estas instituciones emitían cerca del 7,69% del total de la emisión internacional, mientras que para 2019 esta cifra ascendió a 28,57%. En el caso mexicano estas instituciones pasaron de emitir el 26,67% en 2003 al 59,23% en el 2019, lo que refleja la preferencia de la gran empresa por financiarse en los grandes centros financieros internacionales.

Esta nueva forma de circulación de capital financiero ha profundizado las dinámicas de concentración y centralización del capital, para Pérez Caldentey et al. (2018, p. 9) del total de empresas que emiten bonos, solo una pequeña fracción emite bonos en la esfera internacional (7,6% en Colombia y 10,5% en México), sin embargo, esta pequeña fracción de empresas concentran una gran proporción de los activos totales, el gasto en inversión a corto plazo y la inversión a largo plazo. Para el caso colombiano, los autores identifican que estas empresas concentran el 39,6% de los activos totales, el 62,6% del gasto en inversión a corto plazo y el 45,2% de la inversión a largo plazo; mientras que en México la gran empresa concentra el 34,4% de los activos totales, el 13,4% de la inversión a corto plazo y el 43,1% de la inversión a largo plazo. De forma que este modelo de acumulación ha llevado a una división de las corporaciones no financieras, a la Steindl (1945, p. 20)¹¹⁵, en donde solo las grandes empresas pueden aprovechar las nuevas oportunidades financieras, mientras que las empresas pequeñas y medianas quedan rezagadas en estas nuevas dinámicas financieras (Kaltenbrunner & Paineira, 2018, pp. 59–60)

En resumen, aunque las características de cada estructura financiera difieren, se observa que para el caso colombiano y mexicano los resultados tienden a ser similares, por ejemplo, en términos de estructura bancaria aunque en Colombia se encuentra una dominancia del gran capital privado nacional y una representatividad del nivel de crédito sobre PIB relativamente alta, los resultados se asemejan a los observados en el caso mexicano en donde hay dominancia del gran capital financiero extranjero y un bajo nivel de crédito sobre PIB, es decir, en ambos casos se observó que dicho sector no ha sido funcional a las necesidades del financiamiento de la inversión privada. Caso similar al segmento financiero no bancario, aunque se observan diferencias en términos de magnitud de presencia de grandes multinacionales y multilatinas, en

¹¹⁵ Para más detalle ver el capítulo 1.

definitiva los resultados son similares, mercados de valores pequeños, con baja capitalización bursátil, bajo valor negociado en Bolsa y bajos niveles de rotación, que han inducido a que la gran empresa valore su capital en esferas internacionales, a través de la emisión de bonos.

CONCLUSIONES

El cambio de modelo de acumulación modificó la forma en cómo circula el capital financiero y con ello su interacción con la esfera real de la economía. Las transformaciones institucionales que trajo consigo la era de desregulación – globalización cambiaron las estructuras financieras de los países y con ello la forma como dan lugar las decisiones de inversión productiva. A lo largo de este capítulo se ha demostrado que el tránsito de un modelo liderado por el Estado hacia uno guiado por las exportaciones ha tenido efectos negativos sobre los procesos de acumulación de capital, en tanto, el volumen creciente de influjos netos de capital que llegaron a América Latina, pero en particular a Colombia y México, a partir de la liberalización financiera no lograron crear conexiones eficientes y funcionales para el crecimiento económico. Contrario a ello, se profundizó el déficit crónico en cuenta corriente que se traía desde el periodo de industrialización dirigida por el Estado y los mercados de capitales siguen siendo de orden estrecho y débil.

En términos de crecimiento y sector externo las trayectorias observadas indican que dos países que difieren en términos de tamaño, especialización productiva y forma en cómo se gestaron las reformas estructurales como lo son Colombia y México, han experimentado resultados comunes, en tanto, su inserción al modelo liderado por exportaciones se dio a partir de lógicas de dependencia, de forma que lo que explica la dinámica de lento crecimiento, pero además de carácter inestable, ha sido el modo a partir del cual se adhirieron estos países al régimen internacional. Para la región resulta claro el regreso al patrón de ventajas comparativas estáticas, en donde la especialización se ha dado en los segmentos de materias primas, maquila y servicios, lo que tiende a ser problemático, ya que la concentración en este tipo de actividades productivas ha configurado un entorno más volátil, en particular, para aquellos países que se especializan en materias primas, ya que los precios de estas han empezado a actuar como activos financieros, y con ello alimentan procesos especulativos, que provocan ambientes inciertos y con ello aumentan el costo de oportunidad para la inversión productiva.

La evolución de las estructuras financieras demostró que aunque cuentan con particularidades en términos de organización bancaria y estructura de los mercados de capitales y de bonos, los resultados tienden a ser similares. Se argumentó que a pesar que Colombia cuenta con una estructura bancaria con alta dominancia de capital nacional y una participación del crédito sobre

el PIB dos veces mayor que la de México, presenta los mismos resultados que el país norteamericano, que en un entorno de dominancia de capital bancario extranjero, tampoco ha generado conexiones funcionales para las necesidades de inversión privada. De forma que a partir de la era de la desregulación – globalización la creación de dinero para la circulación al circuito productivo dejó de ser la función principal de la gran multibanca privada, y esta se concentró en materializar sus ganancias en otras esferas, para el caso colombiano se observa un aumento importante en los préstamos a agentes no financieros, en particular hogares; mientras que la banca mexicana ha dejado de lado la competencia en el mercado de créditos, ya que ha encontrado en los títulos de deuda y repos, una forma de apalancar e incrementar su propia financiación.

En el segmento financiero no bancario, persisten en ambos países mercados de valores pequeños, con baja capitalización bursátil, bajo valor negociado en bolsa y bajos niveles de rotación, que han inducido a que la gran empresa, en particular, las grandes corporaciones no financieras valoricen su capital en esferas internacionales. Tal como se demostró a partir de 2008, la política monetaria no convencional tuvo efectos determinantes en la forma cómo las corporaciones no financieras interactúan con los mercados de deuda internacional, en particular, se confirma que el exceso de liquidez generado en ese momento influyó drásticamente en las dinámicas de concentración y centralización del gran capital, en donde, cerca del 10% de las empresas que emiten bonos concentran alrededor del 40% de la inversión productiva de largo plazo. En este sentido, el auge de las corporaciones no financieras en el mercado de bonos ha profundizado la naturaleza oligopólica del sistema de acumulación capitalista y ha dejado a las medianas y pequeñas empresas rezagadas en términos de inserción al mercado financiero, pero también en términos de capacidades productivas.

CONCLUSIONES GENERALES

A lo largo de este trabajo se propuso analizar la tendencia y composición de la liquidez financiera en América Latina, pero de forma particular en México y Colombia, y cómo ello impactó en la estabilidad económica a partir del periodo de globalización, destacándose que estos cambios operaron en el contexto de un modelo liderado por exportaciones, con déficits estructurales en la cuenta corriente, con la novedad que hubo un exceso de liquidez en unidades de cuenta internacional que no fueron absorbidas por el sistema productivo.

La hipótesis a probar de este trabajo se sustentó en que aún pese a las diferencias propias en términos de tamaño, especialización productiva y proceso de transición al modelo liderado por exportaciones, Colombia y México no lograron armonizar su circuito financiero con su circuito productivo a través de mercados financieros robustos y amplios, por lo que el exceso de liquidez que circuló a partir de la era de la desregulación - globalización bajo la forma de inversión extranjera (directa y de cartera) no logró crear conexiones funcionales, eficientes y estables con el crecimiento económico.

Este análisis se enmarcó en la teoría heterodoxa, reconociendo que el sistema de acumulación capitalista se caracteriza por ser una economía monetaria donde el dinero no es neutral y genera ciclos económicos. Los supuestos teóricos centrales de este planteamiento son: (i) la inversión determina el ahorro, siendo este último una función del ingreso y (ii) los bancos pueden crear dinero independiente de los recursos reales, por consiguiente, la demanda determina la oferta.

Se admitió que el papel del sistema financiero es vital para explicar los ciclos productivos; por una parte, la banca tiene un papel central porque está en la capacidad de adelantar recursos financieros en forma de créditos a agentes solventes, que permiten iniciar el circuito productivo. Y por otra, las instituciones financieras no bancarias hacen lo propio a través de la emisión de títulos de largo plazo que inyectan liquidez a las hojas de balance de las corporaciones no financieras.

De forma específica, los mecanismos de financiamiento propios del sistema de acumulación capitalista se analizaron en el primer capítulo titulado "Teorías Heterodoxas del Financiamiento". Allí se estudiaron cuatro postulados: (i) la preferencia por la liquidez de Keynes; (ii) el principio de riesgo creciente de Kalecki; (iii) la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky y (iv) la teoría del circuito monetario. Se encontró que hay un consenso en los cuatro postulados sobre la importancia del mercado de capitales como espacio de distribución de las ganancias, pero

disienten en la forma en que operan los recursos de largo plazo o cómo se da el proceso de destrucción de deudas.

Keynes con su teoría de la preferencia por la liquidez aceptó la importancia del crédito bancario en la financiación inicial del proceso productivo, reconoció además que el mercado de valores tiene un papel central en la financiación final de la inversión, porque permite la cancelación de las obligaciones financieras de corto plazo a través de la emisión de títulos de largo plazo. Sin embargo, señaló que el mercado de valores no es un espacio funcional para las dinámicas productivas por ser altamente inestable. En tanto, la circulación del ahorro financiero pasa a depender de factores poco previsible y de orden subjetivo.

Kalecki a través del principio de riesgo creciente reconoció que los niveles de inversión están fijados por el tamaño de la empresa, por cuanto la cuantía de capital determina el acceso creciente al capital rentista, de forma que se deja en evidencia el carácter oligopólico del sistema capitalista. Se resalta que la dinámica económica responde a un proceso cíclico guiado por el principio de riesgo creciente, en tanto la percepción de riesgo determina el monto de capital, así como los costos asociados que incrementan a medida que el financiamiento externo no logra ser cubierto por los activos líquidos de la empresa.

Minsky en su hipótesis de inestabilidad financiera condensó los planteamientos de Keynes y Kalecki, del primer autor retomó el rol fundamental de la banca para dar inicio al circuito productivo, añadiendo que estas tienen la capacidad de fondearse a través de la emisión de innovaciones financieras, que por principio de riesgo creciente generan ciclos económicos. De Kalecki retomó el principio de riesgo creciente, donde reconoció que las decisiones de inversión no solo dependen del nivel de ingreso operacional y gasto de las corporaciones, sino de la composición de la hoja de balance, lo cual es crucial para determinar si la empresa se encuentra en una posición favorable para seguir ampliando su margen de apalancamiento y con ello ampliar sus actividades productivas. En otras palabras, a medida que el grado de apalancamiento se aleja de lo considerado como un nivel normal, el costo de financiamiento aumenta y el volumen de excedente se reduce.

Así, los movimientos cíclicos estarán en función de los riesgos financieros, de forma que el sistema es frágil e inestable por naturaleza, ya que es justo en el auge cuando los tiempos parecen estar tranquilos que se profundiza la fragilidad del sistema, en tanto los agentes aumentan sus márgenes de apalancamiento al dominar una baja percepción del riesgo.

La teoría del circuito monetario basa su explicación en el posicionamiento de la banca como iniciador del circuito productivo a través del adelanto de liquidez, por concepto de crédito que solo se canaliza a los agentes que son solventes. Su explicación está dada en términos de una cadena de pagos, en donde el dinero se crea cuando se demanda, se acomoda, entra al circuito productivo y amplía la producción y el ingreso. En esta etapa tiene lugar el proceso de creación de dinero. Un segundo momento es cuando a través de la demanda efectiva se anulan las deudas. Esta postura admite que los intermediarios financieros no bancarios tienen un rol importante en la adquisición de los bienes de inversión, en tanto, cuentan con la capacidad de canalizar los ahorros financieros en los mercados de capitales hacia las empresas y así permitir la cancelación de las obligaciones financieras de corto plazo por emisiones de largo plazo.

Este postulado, sin embargo, no hace un análisis de los flujos especulativos que dan lugar en la esfera de circulación financiera, por lo que las dinámicas inestables del sistema las asocia a lo que denominó micro y macro incertidumbre, donde se concluyó que la inestabilidad proviene de las decisiones de política económica y de la percepción de solvencia de los agentes.

En el segundo capítulo titulado “Análisis Histórico – Institucional de las estructuras financieras” se analizaron las estructuras financieras de los países que tuvieron un proceso de industrialización exitoso en los siglos XIX y XX, identificándose dos estructuras centrales: la dominada por el mercado de capitales y la sustentada en el crédito bancario. Se concluyó que ha sido esta última estructura, la que históricamente ha liderado los procesos de industrialización en los países que debieron “alcanzar el desarrollo”; el Estado ha sido el agente determinante en la dirección de la política de crecimiento económico, la vía usada fue la distorsión deliberada de los precios relativos a través de la canalización de créditos a sectores estratégicos. Asimismo, la política pública también desplegó subsidios, aranceles, cuotas, subvenciones a la exportación, entre otros instrumentos.

Por tanto, ha sido el fondeo de la inversión vía mecanismos compensatorios, donde la política pública habilita fuentes de financiamiento de largo plazo, como son los bancos de desarrollo, fideicomisos y financiamiento del banco central a la política de industrialización, el canal a través del cual países de industrialización tardía han logrado procesos de convergencia económica exitosos.

Un segundo tema de este capítulo fue la revisión de la experiencia de América Latina, en donde la estrategia de industrialización dirigida por el Estado avaló la operación de los mercados financieros en función del desarrollo productivo, resaltándose que no logró crear un entorno

estable y equilibrado. La gran limitante de este proceso es que el crecimiento se sostuvo con un déficit crónico de cuenta corriente y altos márgenes de apalancamiento, que ante el endurecimiento de las condiciones de la política monetaria internacional sentenció el fin del modelo, con lo que inició la transición hacia un nuevo modelo de acumulación, fundamentado en las lógicas de liberalización y desregulación.

Se concluyó que en este nuevo modelo se desdibujaron las diferencias propias entre las estructuras financieras basadas en el mercado de capitales y en el mercado bancario, se posicionaron las instituciones financieras no bancarias como la institución central en la nueva arquitectura financiera internacional y con ello la aceleración de las innovaciones financieras proporcionaron una nueva forma de valorización del gran capital, profundizando la centralización y concentración de este. Se dio además un proceso acelerado de privatización del sector productivo; se desreguló el sistema financiero, que encontró en la apertura de la cuenta financiera la materialización de la globalización; y se dio una recomposición del sector productivo que pasó a depender de las lógicas del sector externo a través de dos vías: (i) el comportamiento de las exportaciones y (ii) la IED como principal componente de financiamiento productivo.

En el tercer capítulo titulado “Transformación Institucional del Sector Financiero: caso México y Colombia”, se analizaron las transformaciones institucionales que tuvieron lugar desde de la década de 1970. Se encontró que la transición del modelo de industrialización dirigida por el Estado hacia el modelo liderado por las exportaciones siguió una trayectoria similar en ambos países. Así, en la década de 1970 tuvieron lugar las primeras reformas de liberalización financiera, en la década de 1980 ocurrió el proceso de desregulación, seguido en la década de 1990 por la globalización económica, con una acelerada internacionalización a partir del nuevo milenio. Por tanto, las diferencias de sus transformaciones institucionales se dieron principalmente en términos de magnitud.

Las grandes diferencias entre ambas economías residieron en la profundidad de cada una de las fases de transición hacia el modelo liderado por exportaciones. Dentro de los principales hallazgos se encontró que Colombia, al inicio del periodo de liberalización financiera fue menos dependiente del capital internacional, por concepto de préstamos transfronterizos, esto le permitió estar menos expuesto a las fragilidades que trajo consigo el endurecimiento de la política monetaria internacional de 1979, por lo que la crisis de la década de 1980 no fue tan profunda como la vivida por su contraparte mexicana.

Otra de las diferencias fue la magnitud y profundidad con la que se dio el proceso de globalización, aunque ambos países abrieron sus cuentas financieras en el primer quinquenio de la década de 1990 (México en 1990 y Colombia en 1993), el volumen creciente y acelerado de los flujos transfronterizos, por concepto de inversión extranjera de cartera, fueron muchos más profundos en México, lo que sembró la semilla para la crisis bancaria de 1994. En términos de dinámicas de comercio internacional se encontró que México se insertó al modelo a través del segmento de manufactura liviana o maquila, y con ello se integró directamente a las cadenas globales de valor; mientras que Colombia se insertó al modelo a través de las materias primas.

Para el nuevo milenio, las diferencias de magnitud en términos de internacionalización se dieron a partir de dos frentes, el primero de ellos es el asociado a la composición y crecimiento de las multilatinas, donde México se caracterizó por dominar a la región a partir de la expansión de sus grandes corporaciones, además de centralizar su gran capital en empresas productivas (en particular multisector, telecomunicaciones, medios y aerotransporte), mientras que en Colombia el liderazgo lo tomaron los grandes conglomerados financieros y en una magnitud menor. El segundo frente se relaciona con la importancia de las multinacionales en el sector financiero, proceso muy profundo para México, mientras que en el caso Colombia la gran multibanca privada se encuentra dominada por capitales nacionales, y de forma particular, se observó una dominancia al interior del sector por parte de tres grandes conglomerados financieros (Grupo Empresarial Antioqueño – GEA, Grupo Bolívar y Grupo AVAL).

En el cuarto capítulo se discute la “Evolución de las Estructuras Financieras en México y Colombia”. Allí se analizó la evidencia empírica, donde se destaca que las transformaciones institucionales cambiaron la forma de circulación del capital. Los principales hallazgos fueron que el tránsito del modelo liderado por la industrialización por sustitución de importaciones fue suplantado por un modelo liderado por las exportaciones, con efectos negativos sobre los procesos de acumulación de capital, el volumen creciente de inversión extranjera (directa y de cartera) que llegó tanto a México como a Colombia, no logró crear conexiones eficientes y funcionales para la dinámica productiva. Contrario a ello, se profundizó el déficit crónico en cuenta corriente que se traía desde el modelo de industrialización dirigido por el Estado y el mercado de capitales sigue siendo de orden estrecho y débil.

Se concluyó además que la apertura de la cuenta financiera indujo una aceleración en los movimientos transfronterizos de capital por concepto de inversión extranjera (directa y de cartera), que un entorno de auge de las cadenas globales transformó la división internacional del trabajo, lo que significó para América Latina el regreso al patrón de ventajas comparativas

estáticas, de forma que no solo se mantuvieron, sino que además se profundizaron las relaciones de dependencia (productivas y financieras) con el norte global. Esto se materializó en el retroceso de las trayectorias de industrialización, lo que representó que la FBKF dejó de ser el componente principal del crecimiento económico y el liderazgo fue asumido por las exportaciones.

En términos de estructura financiera, se identificó que a partir de la era de la desregulación – globalización la creación de liquidez al circuito productivo dejó de ser la función principal de la banca. Esta institución se concentró en materializar sus ganancias en otras esferas que, en el caso colombiano se expresó a través de un aumento del crédito bancario a los hogares (vivienda y consumo), mientras que en México, aunque la banca mantiene como principal componente de los activos la cartera de créditos, esta sigue siendo muy baja con respecto al PIB, por lo que la banca encontró en otros instrumentos, particularmente en los títulos de deuda y repos, una forma de apalancar e incrementar su propia financiación. Así, se concluyó que la banca en estos dos países no es funcional, en tanto no está financiando la acumulación de capital, y contrario a ello está propiciando un aumento en la fragilidad financiera del sistema.

En cuanto al sector financiero no bancario, se encontró que en ambos países persisten mercados de valores pequeños, con baja capitalización bursátil, bajo valor negociado en bolsa y bajos niveles de rotación; ello obligó a estos países a depender de los grandes centros financieros como espacios de valorización y centralización del capital. En el caso mexicano los puntos álgidos de la actividad bursátil se asociaron a grandes movimientos de capital por concepto de fusiones y adquisiciones, mientras que el caso colombiano se encontró que la actividad en bolsa tiene una alta correlación con los precios internacionales de los *commodities*.

En términos del mercado de bonos, se encontró que tanto Colombia como México mantienen al gobierno general como principal emisor de bonos, aunque su participación ha declinado a lo largo del periodo; además se observó que en estos países, pero de forma más acelerada en México, hubo un rápido crecimiento en la emisión de bonos por parte de las corporaciones financieras, pero aún más importante de las corporaciones no financieras en la esfera internacional. Asimismo, se constató que el exceso de liquidez generado a partir de la política monetaria no convencional (flexibilización cuantitativa) influyó drásticamente en las dinámicas de concentración y centralización del gran capital en ambos países, en donde, cerca del 10% de las empresas que emiten bonos concentran alrededor del 40% de la inversión productiva de largo plazo.

Por tanto, se confirma la hipótesis inicial del trabajo de investigación, y se reconoce que en los casos de México y Colombia el exceso de liquidez que llegó a partir de las transformaciones institucionales del sector financiero de la década de 1980 no generó conexiones funcionales, eficientes y estables con la dinámica productiva, lo que se observó fue que la entrada masiva de capitales en entornos de estructuras productivas desequilibradas obligó a estos países a mantener condiciones de valorización muy ventajosas para el capital internacional que profundizaron las relaciones de dependencia con el norte global.

De forma que la instalación de inversión extranjera directa sustentada en préstamos inter-compañías y reinversión de utilidades más que en la ampliación de la capacidades productivas, indujo un proceso de búsqueda y extracción permanente de rentas en sectores de bajo valor agregado por parte de las grandes corporaciones internacionales, por lo que la región se posicionó como un espacio de rápida y fácil valorización para el capital extranjero que prefería repatriar sus utilidades y dividendos de forma masiva antes que diseminar el dinamismo de la inversión hacia el resto del sistema económico.

BIBLIOGRAFÍA

- Abeles, M., Grimberg, F., & Valdecantos, S. (2018). La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicaciones macrofinancieras. In M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 271–293). CEPAL. <https://repositorio.cepal.org/server/api/core/bitstreams/a328f7b4-c58c-43e5-a58e-ea7e72df4ebf/content>
- Aguirre, A. (2018). Los mercados financieros en México de finales del siglo XX y principios del XXI. In R. Morales & A. Greville (Eds.), *Mercados financieros e instrumentos de inversión en México* (1st ed., pp. 25–71). Publicaciones UNAM, CFA.
- Aguirre, T. (2021). De la ruptura de Bretton Woods a la financiarización. *Ola Financiera*, 14(40), 24. <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2021.40.80782>
- América Economía. (2019). *Ranking multilaterales*. Estos Son Los Resultados Del Ranking Multilaterales 2019. <https://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/multilaterales/estos-son-los-resultados-del-ranking-multilaterales-2019>
- Amsden, A. (1989). *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*. Oxford University Press.
- Amsden, A. (2001). *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from Late-Industrializing Economies*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.2307/3089111>
- Banco de México. (1999). *Resumen. Informe anual 1998*. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-anuales/%7B31579BF1-32A5-5C56-874C-AC9827B52499%7D.pdf>
- Betancourt, M., Capraro, S., Panico, C., & Torres-González, L. D. (2023). The evolution of monetary institutions and of the theory of money: the value of a monetary theory of production and distribution. In S. Kappes, L.-P. Rochon, & G. Vallet (Eds.), *Central Banking, Monetary Policy and Income Inequality* (pp. 81–113). Edward Elgar Publishing.
- Black Rock Funds. (2018). Los ETFs, una herramienta de inversión. In *Mercados financieros e instrumentos de inversión en México* (pp. 377–404). Publicaciones UNAM, CFA.
- Bossone, B. (2001). Circuit theory of banking and finance. In *Journal of Banking and Finance* (Vol. 25, Issue 5). [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(00\)00100-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(00)00100-X)
- Capraro, S., & Panico, C. (2020). *¿Podemos defendernos de los efectos persistentes de la crisis y fortalecer la economía?*
- CEPAL. (2001). *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe (2000)*. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/1156-la-inversion-extranjera-america-latina-caribe-2000>
- Cimoli, M. (2005). *Heterogenidad estructural, asimetrías tecnológicas y crecimiento en América Latina* (M. Cimoli (ed.)). CEPAL/BID. [internal-pdf://lcw35e-3602887506/LCW35e.pdf%5Cnhttp://www.cepal.org/publicaciones/xml/0/27320/LCW35e.pdf](https://www.cepal.org/publicaciones/xml/0/27320/LCW35e.pdf)
- Cómbita-Mora, G., & Moreno-Rivas, Á. (2021). The hegemony of big corporations and the internationalization of capital: a stagnation model with restricted democracy. In Noemi Levy-Orlik, J. A. Bustamante-Torres, & L.-P. Rochon (Eds.), *Capital Movements and Corporate*

- Dominance in Latin America: Reduced growth and increased instability* (pp. 204–221). Edward Elgar Publishing.
- Córdoba, J., & Ortíz, G. (1979). *Aspectos deflacionarios de la devaluación del peso mexicano de 1976* (Documento No. 9). <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/documentos-de-investigacion-del-banco-de-mexico/%7B2F95F50D-C43D-E243-9AB7-A605BE47107A%7D.pdf>
- Correa, E. (1998). *Crisis y desregulación financiera* (1st ed.). Siglo xxi editores.
- D.O.F. (1973). *Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera*. D.O.F. <https://revistas-colaboracion.juridicas.unam.mx/index.php/derecho-notarial/article/view/6234/5553>
- D.O.F. (1985). *Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito*. https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=4713845&fecha=14/01/1985#gsc.tab=0
- D.O.F. (1989). *Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera*. https://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=4814211&fecha=16/05/1989#gsc.tab=0
- D.O.F. (1990). *Ley de Instituciones de Crédito*. https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=4667204&fecha=18/07/1990#gsc.tab=0
- D.O.F. (1993). *Ley de Inversión Extranjera*. https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/lie/LIE_orig_27dic93_ima.pdf
- D.O.F. (2005). *Ley del Mercado de Valores*. https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf
- de Groot, O. (2018). Inversión extranjera directa y su papel en el desarrollo económico. In E. Dussel Peters (Ed.), *Cadenas Globales de Valor: metodología, teoría y debates* (pp. 111–134). Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.
- Fajnzylber, F. (1983). *La industrialización trunca de América Latina* (Primera ed). Editorial Nueva Imagen S.A. <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/43130>
- Fajnzylber, F. (1990). Industrialización en América Latina: de la “caja negra” al “casillero vacío”: Comparación de patrones contemporáneos de industrialización. *Cuadernos de La CEPAL*, 60, 1–176. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/27955/S9000502_es.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Fajnzylber, F. (1992). Industrialización en América Larina. De la caja negra al casillero vacío. *Nueva Sociedad*, 118, 21–28. https://static.nuso.org/media/articles/downloads/2088_1.pdf
- Galindo, L. M., Loría, E., & Mortimore, M. (2007). *Inversión extranjera directa en México: desempeño y potencial. Una perspectiva macro, meso, micro y territorial* (E. Dussell Peters (ed.)). Siglo xxi editores.
- Girón, A. (2005). El sistema financiero mexicano: regulación, desregulación y extranjerización. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 291–302). Fondo de Cultura Económica.
- Girón, A., & Levy-Orlik, N. (2005). *México: los bancos que perdimos* (1st ed.). Universidad

Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía, Instituto de Investigaciones Económicas.

- Graziani, A. (2003). The monetary theory of production. In *The Monetary Theory of Production*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511493546>
- Guttman, R. (2009). La crisis del patrón dólar. In A. Girón, P. Rodríguez, & J. Déniz (Eds.), *Crisis financiera, nuevas manías, viejos pánicos* (pp. 101–115). Catarata.
- Hilferding, R. (1910/1971). *El capital financiero*. Instituto Cubano del Libro.
- Kalecki, M. (1954/1956). *Teoría de la dinámica económica. Ensayos sobre los movimientos cíclicos y a largo plazo de la economía capitalista*. Fondo de Cultura Económica. https://books.google.com.co/books/about/Theory_of_Economic_Dynamics.html?id=5tSxHAACA AJ&redir_esc=y
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. In M. Abele, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 33–67). CEPAL.
- Keynes, J. M. (1936/2003). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (4a edición). Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (1937a). Alternative theories of the rate of interest. *The Economic Journal*, 47(186), 241–252.
- Keynes, J. M. (1937b). The " Ex-Ante " Theory of the Rate of Interest. *The Economic Journal*, 47(188), 663–669.
- Kregel, J. (2019). The past and the future of banks. In F. Rezende (Ed.), *Financial stability, systems and regulation* (1st ed., pp. 3–78). Routledge.
- Lavoie, M., & Seccareccia, M. (2001). Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link? In R. Bellofiore & P. Ferri (Eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The Economic Legacy of Hyman Minsky. Volume II* (pp. 76–96). Edward Elgar.
- Levy-Orlik, Noemi. (1998). *Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960/94*. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Levy-Orlik, Noemi. (1999). Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994. Ideas Generales. *Investigacion Economica*, LIX(229), 75–119.
- Levy-Orlik, Noemi. (2010). Instituciones financieras para el desarrollo económico. Comparación entre el periodo de sustitución de importaciones y el periodo secundario exportador. In G. Mántey de Anguiano & N. Levy-Orlik (Eds.), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)* (1st ed., pp. 149–178). Plaza y Valdes Editores.
- Levy-Orlik, Noemi. (2011). Las estructuras financieras y el financiamiento en los principales países latinoamericanos. In Noemi Levy-Orlik & T. López González (Eds.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero* (pp. 111–148). Universidad Nacional Autónoma de México, Juan Pablos Editor.
- Levy-Orlik, Noemi. (2013). *Dinero, Estructuras Financieras y Financierización: Un debate teórico institucional*. Editorial Itaca.

- Levy-Orlik, Noemi. (2019). Financiamiento, financiarización y problemas del desarrollo. *Cuadernos de Economía*, 38(76), 207–230. <https://doi.org/10.15446/cuad.econ.v37n76.60786>
- Levy-Orlik, Noemi. (2022). The Rise and Fall of the Bretton Woods Systems and the Re-Emergence of Private Debt in Developing Economies. In J. Osiatynski & J. Toporowski (Eds.), *Internacional Equilibrium and Bretton Woods: Kalecki's Alternative to Keynes and White and its Consequences* (pp. 99–120). Oxford University Press.
- Levy-Orlik, Noemí, & Bustamante, J. A. (2022). Flujos de capital y desarrollo financiero: una mirada desde países en desarrollo. *Problemas Del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía*, 53(209), 159–188. <https://doi.org/10.22201/iiec.20078951e.2022.209.69785>
- Lo Vuolo, R. M. (2015). *Estilos de desarrollo, heterogeneidad estructural y cambio climático en América Latina* (Estudios Del Cambio Climático En América Latina). https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/39752/S1501210_es.pdf
- Luna, J. (2020). *Globalización financiera y la gran empresa en la estructura financiera mexicana*. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Mántey de Anguiano, G. (2010). Políticas financieras para el desarrollo en México: ¿qué hemos aprendido de 1958 a 2008? In G. Mántey de Anguiano & N. Levy-Orlik (Eds.), *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)* (1st ed., pp. 15–43). Universidad Nacional Autónoma de México, Plaza y Valdés, S.A.
- Marichal, C. (2007). Los ciclos de la deuda externa en América Latina en el siglo XX: una historia recurrente. In M. Palacios & G. Weinberg (Eds.), *Historia General de América Latina Vol. VIII. América Latina desde 1930* (1st ed., pp. 189–212). TROTTA.
- Mehrling, P. (2011). *The New Lombard Street: How the Fed became the dealer of last resort*. Princeton University Press.
- Minsky, H. P. (1975). *Las razones de Keynes*. Fondo de Cultura Económica.
- Minsky, H. P. (1982). *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. Routhledge.
- Minsky, H. P. (1986/2020). *Estabilizando una economía inestable*. Profit editorial.
- Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. In *The Levy Economics Institute Working Paper Collection* (No. 74; The Levy Economics Institute Working Paper Collection, Issue 74). <https://doi.org/10.4337/9781788972154.00022>
- Minushkin, S. (2005). De banqueros a casabolseros: la transformación estructural del sector financiero mexicano. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 217–244). Fondo de Cultura Económica.
- Miotti, E. L. (2018). ¿Existe un régimen de acumulación financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación. In M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 69–94). CEPAL. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/43596/S1700173_es.pdf?sequence=6&isAllowed=y
- Misas, G. (2019). *Regímenes de acumulación y modos de regulación: Colombia 1910-2010. Vol I 1989-2010* (1st ed.). Universidad Nacional de Colombia, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Estudios Políticos y Relaciones Internacionales (IEPRI).

- Murillo, J. (2005). La banca después de la privatización: Auge, crisis y reordenamiento. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 247–290). Fondo de Cultura Económica.
- Ocampo, J. A. (2015). *Café, industria y macroeconomía: Ensayos de historia económica de Colombia* (1st ed.). Fondo de Cultura Económica, Banco de la República.
- Ocampo, J. A. (2021). *Una historia del sistema financiero colombiano 1870-2021*. Asobancaria.
- Ocampo, J. A., Bernal, J., Avella, M., & Errázuriz, M. (2015). Industrialización e intervencionismo estatal. In J. A. Ocampo (Ed.), *Historia Económica de Colombia* (4th ed., pp. 231–292). Fondo de Cultura Económica, Fedesarrollo.
- Ocampo, J. A., & Romero, C. (2015). La búsqueda, larga e inconclusa, de un nuevo modelo (1981-2014). In *Historia Económica de Colombia* (4th ed., pp. 293–372). Fondo de Cultura Económica, Fedesarrollo.
- Ortega, R., & Villegas, E. (2018). Los fideicomisos de infraestructura y bienes raíces (FIBRAS) o inversión inmobiliaria. In R. Morales & A. Greville (Eds.), *Mercados financieros e instrumentos de inversión en México* (pp. 321–343). Publicaciones UNAM, CFA.
- Pérez Caldentey, E. (2018). Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera. In M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (Eds.), *Estudios sobre financierización en América Latina* (1st ed., pp. 141–170). CEPAL. http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/43596/S1700173_es.pdf?sequence=6&isAllowed=y
- Pérez Caldentey, E., Favreau-Negront, N., & Méndez Lobos, L. (2018). *Corporate Debt in Latin America and its Macroeconomic Implications* (No. 904). https://www.levyinstitute.org/pubs/wp_904.pdf
- Phillips, A. (2005). Entorno internacional, administración de la política monetaria y financiera y la nacionalización bancaria. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 83–94). Fondo de Cultura Económica.
- Polanyi Levitt, K. (2013/2018). *De la gran transformación a la gran financiarización. Sobre Karl Polanyi y otros ensayos*. Fondo de Cultura Económica.
- Portafolio. (2017, October 31). *InterBolsa: 5 años de un descalabro que pudo ser peor*. <https://www.portafolio.co/economia/interbolsa-5-anos-de-un-descalabro-que-pudo-ser-peor-511214>
- Rochon, L. P. (2002). Dinero y dinero endógeno. Una aproximación post keynesiana y de la circulación. *Cuestiones Económicas*, 18(1:3), 137–163.
- Rochon, L. P. (2006). Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and the supply of credit. In M. Setterfiel (Ed.), *Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory* (pp. 220–243). Edward Elgar Publishing.
- Rochon, L. P. (2009). Multiplicador Keynesiano, Crédito Bancario y Producto. *Ola Financiera*, 2(4), 44–67. <https://doi.org/10.22201/fe.18701442e.2009.4.23051>
- Ros, J. (2001). Política industrial, ventajas comparativas y crecimiento. *Revista de La CEPAL*, 73, 129–148.

https://www.cepal.org/sites/default/files/publication/files/10723/073129148_es.pdf

- Rosales, O. (1986). *Plan Baker, deuda externa latinoamericana y reordenamiento en la economía mundial*.
- Seccareccia, M. (2013). Financialization and the transformation of commercial banking: Understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 277–300. <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477350206>
- Serrano, J. (2020). *Estructura y evolución del sistema financiero colombiano y sus principales mercados* (1st ed.). Alpha Editorial, Universidad de los Andes.
- Silva-Herzog, J. (2005). Recuerdos de la nacionalización bancaria. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 95–105). Fondo de Cultura Económica.
- Soto, E. (1993). *El mercado de valores en Colombia en la década del ochenta y sus perspectivas para los noventa* (1st ed.). Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Stallings, B., & Peres, W. (2000). *Crecimiento, empleo y equidad: El impacto de las reformas económicas en América Latina y el Caribe* (1st ed.). CEPAL, Fondo de Cultura Económica.
- Stallings, B., & Studart, R. (2006). *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada*. CEPAL. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/2479/1/S0600423_es.pdf
- Steindl, J. (1945). *Small and Big Business. Economic Problems of the Size of Firms*. Basil Blackwell Oxford. <https://doi.org/10.2307/2226065>
- Studart, R. (1995). *Investment Finance in Economic Development*. Taylor & Francis.
- Toporowski, J. (2000). The End of Finance: capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism. In *Economic Policy*.
- Toporowski, J. (2016). *Crédito y crisis de Marx a Minsky*. Miguel Angel Porrúa y Universidad Nacional Autónoma de México.
- Toporowski, J. (2022). Overcapitalization. In J. Toporowski & J. Michell (Eds.), *Handbook of Critical Issues in Finance* (pp. 270–273). Edward Elgar Publishing.
- Tregear Maldonado, M. E. (2018). *Financiamiento y mecanismos de movilización de recursos a la pequeña y mediana empresa. Un análisis comparativo de México y Perú (1999-2015)*. Universidad Nacional Autónoma de México.
- Velarde, P., Armenta, D., Bloom, B., & Silva, C. (2018). Los certificados de capital de desarrollo (CDKs), presente y futuro. In R. Morales & A. Greville (Eds.), *Mercados financieros e instrumentos de inversión en México* (pp. 345–361). Publicaciones UNAM, CFA.
- Yacamán, J. (2005). Reflexiones respecto al desarrollo de la intermediación bancaria y el efecto de la nacionalización en el sistema financiero. In G. Ángel-Mobarak, C. Bazdresch, & F. Suárez (Eds.), *Cuando el Estado se hizo banquero: Consecuencias de la nacionalización bancaria en México* (pp. 183–216). Fondo de Cultura Económica.
- Zysman, J. (1983). *Governments, Markets, and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell University Press.