



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

TÍTULO:

**INESTABILIDAD FINANCIERA Y BURSATILIZACIÓN DEL
CRÉDITO HIPOTECARIO EN MÉXICO: EL CASO DE LAS
SOCIEDADES FINANCIERAS DE OBJETO MÚLTIPLE (2000-2008).**

TESIS PARA OPTAR POR EL GRADO MAESTRO EN ECONOMÍA

PRESENTA:

ROBERTO ANTONIO GUTIÉRREZ DÍAZ

TUTOR:

**MAESTRO LUIS ÁNGEL ORTIZ PALACIOS
FES ACATLÁN**

MÉXICO, D.F. MAYO 2014



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	I
I. INESTABILIDAD FINANCIERA ENDÓGENA Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA	1
1. Elementos metodológicos del análisis de Minsky	1
2. La introducción del dinero al sistema económico en el análisis de Minsky y sus vínculos con Keynes	5
3. El proceso de gestación de la inestabilidad financiera en Minsky	9
3.1. La expansión del crédito durante la fase de prosperidad del ciclo económico. La relación deuda y flujos de efectivo de las empresas	9
3.2. El “colchón” de seguridad y los tipos de empresas. Expansión del crédito, especulación y la fragilidad financiera	13
4. El enfoque de la represión financiera en los países en desarrollo: Sustento teórico de las políticas de desregulación y liberalización financiera	18
5. El enfoque poskeynesiano sobre la naturaleza endógena del dinero	21
5.1 El enfoque Chartalista del dinero estatal y los antecedentes analíticos del dinero endógeno	21
5.2. El enfoque postkeynesiano del dinero endógeno	23
5.3 La evolución histórica del sistema bancario y de la teoría monetaria. La naturaleza endógena del dinero y la política monetaria	26
6. Las innovaciones tecnológicas en el sistema financiero: Consolidación del carácter endógeno del dinero e incremento de la liquidez	33
II. LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA PROPICIADA	35
1. El proceso de innovación financiera y el riesgo de crédito	35
2. La inestabilidad financiera propiciada: El incremento de la liquidez y la titulización de las carteras de activos	41

2.1 Colateralización de las carteras de activos: Creación y eliminación del riesgo de crédito	42
2.2 La función de las agencias calificadoras: Cuantificación del margen de seguridad y del riesgo de crédito	46
3. Las finanzas estructuradas y la inestabilidad financiera propiciada: desregulación financiera e innovaciones tecnológicas	50
3.1 El esquema Ponzi propiciado y la eliminación de los márgenes de seguridad	50
3.2 Generación y distribución del riesgo de crédito	53
4. La nueva arquitectura financiera y la restauración de mecanismos regulatorios prudenciales: Los retos de la re-regulación financiera	56
III. REESTRUCTURACIÓN Y TRANSFORMACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO EN MÉXICO	64
1. La regulación financiera y el financiamiento a la producción	64
2. Desregulación y nueva estructura del sistema financiero en México	67
3. Reestructuración y concentración del mercado bancario. Transformaciones en la captación y el crédito	72
3.1 Concentración bancaria: Ventas, adquisiciones y fusiones	73
3.2 Transformaciones en la estructura de captación bancaria	75
3.3. Canalización y restricción del crédito	78
IV. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN MÉXICO: LAS SOFOLES Y SOFOMES	84
1. Antecedentes y evolución de los intermediarios financieros no bancarios	84
2. La participación de las SOFOLES y SOFOMES en el mercado de créditos al sector privado no financiero	89
2.1. Crédito al consumo	89
2.2. Crédito hipotecario	90

2.3. Crédito empresarial	92
3. Modificación del marco regulatorio y migración de SOFOL a SOFOM. Concentración e inestabilidad	94
3.1. Cambios al marco normativo y regulatorio	94
3.2. Concentración e inestabilidad del mercado de las SOFOLES/SOFOMES	97
V. BURSATILIZACIÓN DEL CRÉDITO HIPOTECARIO EN MÉXICO	104
1. Estructura y evolución del sector hipotecario en México. Burbuja crediticia e inestabilidad financiera del segmento de las SOFOLES/SOFOMES	105
1.1. Comportamiento de la cartera hipotecaria administrada. Incremento de la cartera vencida en vivienda y construcción	111
1.2. Inestabilidad financiera y crisis del segmento de las SOFOLES/SOFOMES: Bonanza, burbuja crediticia y crisis de insolvencia	114
2. La bursatilización del mercado hipotecario	120
2.1. Tipos de BORHIS y riesgos	120
2.2. La estructura y la valuación relativa de los BORHIS	122
3. Evolución y comportamiento de mercado de bonos hipotecarios	125
4. La nueva política de vivienda y abandono de viviendas	129
CONCLUSIONES	134
BIBLIOGRAFÍA	140

Esta tesis se desarrolló en el marco del Proyecto de Investigación PAPIIT IN306613, ***Coordinación de políticas macroeconómicas para el desarrollo con mercados globales***, y con la beca, que a través de este Proyecto, me otorgó la Dirección General de Asuntos del Personal Académico. Agradezco este apoyo económico y el acceso a la estructura académica del mencionado Proyecto de Investigación, ya que ello hizo posible la conclusión de este trabajo de investigación.

A mis padres y hermanos, quienes me han dado su apoyo para poder realizar esta investigación.

A Elizabeth Canuto por acompañarme en esta aventura.

Agradezco de manera especial a mi tutor el Mtro. Luis Ángel Ortiz y a la Dra. Teresa López por su apoyo y guía para realizar esta investigación.

INTRODUCCIÓN

La integración y globalización de los mercados financieros a nivel internacional, resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera, potenció los efectos sistémicos de las crisis financieras. Las crisis financieras de la década de los noventa y la crisis de 2007-2008 del sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos son la prueba empírica del efecto sistémico de la inestabilidad financiera.

La inestabilidad financiera endógena al sistema capitalista originada por el relajamiento de los sistemas de control y regulación en las fases de auge del ciclo económico por parte de los bancos comerciales, mismos que se basan en las expectativas de ganancias futuras sobre los proyectos de inversión (Minsky, 1992), se convirtió en un rasgo permanente del sistema capitalista. Las crisis financieras se convirtieron en fenómenos recurrentes debido a que se registraron en periodos más cortos de tiempo. Así, bajo sistemas financieros desregulados y liberalizados, las innovaciones tecnológicas, la participación de nuevas instituciones y agentes facilitaron la generación de liquidez y la expansión de las operaciones y actividades especulativas. Tal es el caso de los intermediarios financieros no bancarios (*bank non bank*), que por el hecho de no ser bancos en el lado del pasivo quedan al margen de la reglamentación que rige la operación de los bancos. Sin embargo, del lado del activo actúan como cualquier banco al otorgar créditos y, por tanto, generar liquidez en el sistema económico.

En el dinamismo y expansión de las operaciones del mercado hipotecario en la mayoría de los países en general, y en los Estados Unidos en particular, los intermediarios financieros no bancarios desempeñaron un papel importante. Estos intermediarios adoptaron las mismas estrategias de los bancos para penetrar en el sector hipotecario; esto es, expandiendo el crédito hacia prestatarios de ingresos irregulares y bajos y trabajadores informales, para lo cual flexibilizaron los

requisitos para otorgar los créditos hipotecarios. Cabe señalar que este segmento de prestatarios había sido ignorado o sub-atendido por el sistema bancario, debido al elevado riesgo de no pago que el mismo presenta. No obstante ello, bancos e intermediarios financieros no bancarios otorgaron créditos a estos sectores, los cuales eliminaron posteriormente de sus hojas de balances a través de la titulización de la cartera de créditos.

Las “finanzas estructuradas”, que no son otra cosa que una innovación financiera que consiste en conformar “paquetes” con créditos hipotecarios, de tal forma que el riesgo de no pago se diluya, los cuales son titulizados o bursatilizados posteriormente en los mercados bursátiles a través de fondos o vehículos. De esta forma las instituciones financieras que originaron el crédito y, por tanto, el riesgo de no pago, eliminaron de sus hojas de balance estos créditos y, con ello, el riesgo de impago, al mismo tiempo que generan más liquidez para seguir expandiendo el crédito. Por otro lado, estas operaciones de titulización fueron el mecanismo de socialización y distribución del riesgo al sistema económico, ya que los inversionistas finales, ya sean fondos de inversión o inversionistas institucionales (fondos de pensión, aseguradoras) son los que cargarían con el riesgo de no pago. En la conformación de este mecanismo de generación, eliminación y distribución del riesgo de no pago, la complicidad de las agencias calificadoras fue clave, pues éstas aplicaron métodos probabilísticos que subestimaron el riesgo de los paquetes de créditos hipotecarios. Este fue el caso de Standard & Poors, que se vio involucrada en casos de corrupción en la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE. UU.

Como vemos, los intermediarios financieros no bancarios no sólo fueron fundamentales en la expansión del crédito hipotecario, sino también como fuente generadora de inestabilidad financiera.

En el marco de la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, y como parte de las reformas al sistema financiero, en México se crearon en 1993, las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLES), que posteriormente se convertirían en Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES), como una figura afín a los intermediarios financieros no bancarios (*bank non bank*) que operaban en esos dos países. La ausencia de regulación y normas operativas que supervisara a este sector, propició un crecimiento extraordinario del crédito hipotecario en condiciones altamente riesgosas, como en la mayoría de los países que adoptaron la estrategia de inducir el crecimiento económico a través de la construcción de vivienda.

En 2001, para reactivar el crecimiento económico, el gobierno federal impulsó la construcción de vivienda de interés social mediante la flexibilización de los requisitos del Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE) y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), los dos fondos federales de financiamiento a la vivienda de los trabajadores. Bajo el impulso de esta política, la oferta de vivienda de interés social creció aceleradamente; dicho dinamismo fue alimentado por la expansión del crédito hipotecario de la banca y los intermediarios financieros no bancarios, como las SOFOLES. La etapa de expansión del sector hipotecario duró un periodo corto, de 2002-2006, ya que a principios de 2007 se manifiestan los primeros signos de desaceleración, en particular en el sector de las SOFOLES hipotecarias.

La etapa crítica en el sector hipotecario se registra entre 2008-2011, la inyección de recursos por parte del gobierno federal encabezado por Felipe Calderón, evitó que la crisis estallara en ese año; sin embargo los graves problemas de insolvencia de las SOFOLES hipotecarias más grandes, provocó que la crisis se hiciera evidente entre 2012 y 2013.

Ante la magnitud de los problemas de cartera vencida y de abandono de viviendas, el gobierno ha puesto atención en la necesidad de establecer un marco regulatorio estricto tanto a las desarrolladoras de vivienda como a las SOFOLES/SOFOMES hipotecarias.

La quiebra de las SOFOLES hipotecarias más grandes demuestra que este tipo de intermediarios financieros no bancarios, en ausencia de una regulación, son una fuente potencial generadora de inestabilidad financiera, pues como otorgadoras de crédito generan liquidez, al igual que un banco. El hecho de que no puedan obtener recursos por la vía de los depósitos, no disminuye su capacidad de generación de liquidez y, por tanto, de inestabilidad financiera. A ello debe sumarse la práctica de recurrir a la titulización, al igual que la banca comercial, de su cartera para eliminar el riesgo de sus hojas de balance, generación de liquidez y distribución del riesgo entre los inversionistas finales que invierten en los “paquetes” conformados por las carteras de crédito hipotecario de alto riesgo de no pago.

Bajo esta perspectiva, el objetivo de este trabajo es analizar la evolución del sector hipotecario en México, haciendo énfasis en el caso de las SOFOLES/SOFOMES hipotecarias por ser este uno de los segmentos del mercado hipotecario de crédito con mayor capacidad de generar inestabilidad financiera, debido a la ausencia de un marco regulatorio que supervise sus operaciones.

Para desarrollar este objetivo hemos dividido el trabajo en cinco capítulos. En el primero se hace una exposición analítica del enfoque post-keynesiano, que inicia con las principales aportaciones de Keynes sobre el papel de los bancos en el proceso de producción, para continuar con las aportaciones de Minsky sobre la inestabilidad endógena y la hipótesis de la inestabilidad financiera, y concluir con la visión de Kregel en torno a la amplificación de la inestabilidad financiera provocada por las políticas de desregulación y liberalización financiera.

En el segundo capítulo se analiza la gestación de la inestabilidad financiera en el contexto de las finanzas estructuradas y las innovaciones financieras, que facilitaron y dieron origen a la titulización de la cartera de créditos hipotecarios. En este capítulo se hace énfasis en la eliminación del riesgo de las hojas de balance de las instituciones que originaron el riesgo de no pago y de la socialización del mismo, ambos fenómenos derivados de la titulización de las carteras de crédito hipotecario tanto de intermediarios financieros bancarios como no bancarios.

En el tercer capítulo se estudian los cambios en la estructura del sector financiero en el marco del proceso de desregulación y liberalización financiera, resaltando las transformaciones de dicha estructura a partir de la participación de nuevos intermediarios financieros no bancarios.

En el capítulo cuarto se analiza la evolución de los intermediarios financieros no bancarios, en particular de las Sociedades Financieras de Objeto Limitado del sector hipotecario (SOFOLLES), las cuales se transformaron posteriormente en Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES).

Finalmente, en el capítulo quinto se analiza el auge y crisis del mercado hipotecario en el contexto del auge del mercado de vivienda de interés social inducido por las políticas del gobierno federal entre 2001-2006. Se enfatiza la bursatilización de las carteras de crédito hipotecario mediante la emisión de Bonos Respaldados en Hipotecas (BORHIS), del segmento de las SOFOLLES/SOFOMES hipotecarias, por considerar que esta práctica fue un elemento clave en la generación de los problemas de insolvencia y, por tanto, de la crisis de éste segmento.

CAPITULO I

INESTABILIDAD FINANCIERA ENDÓGENA Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

La mayoría de los estudiosos reconocen la importancia de los aportes de Minsky sobre el funcionamiento del sistema financiero, en particular su visión sobre la inestabilidad financiera inherente a la economía capitalista. Su enfoque parte de la *Teoría General* de Keynes, para profundizar sobre la relación que guarda el sistema financiero con la inversión y las empresas. Sin modificar el argumento central de Keynes, que sostiene que la inversión depende de la diferencia entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, Minsky vincula estas dos variables con la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital. En un primer momento aborda el estudio desde una perspectiva similar a la de Brainard y Tobin (1977, 1991); pero, a medida que introduce el principio de la preferencia por la liquidez de Keynes, el análisis de Minsky se aleja de estos teóricos.

1. Elementos metodológicos del análisis de Minsky

El análisis de Minsky supone una economía capitalista en la que no existe un árbitro que proporcione información completa, oportuna y gratuita sobre los precios de equilibrio en cada mercado. En consecuencia, no existe un “subastador” del tipo *walrasiano* que permita la recontractación. Bajo tales condiciones, las reacciones de los agentes económicos ante algunos procesos económicos amplifican los efectos generados por los movimientos del sistema económico. Tal es el caso de la reacción de los agentes económicos ante la inflación y deflación por deudas, ya que dichas reacciones amplifican y reproducen los efectos desestabilizadores de las mismas. En la mayoría de los casos, la intervención de la autoridad monetaria o gubernamental ha sido insuficiente para contener los problemas de insolvencia e inestabilidad financiera, inherentes a las crisis financieras.

En contraste con la teoría cuantitativa del dinero y de los enfoques convencionales que asumen el supuesto de mercados financieros perfectos o la hipótesis de la irrelevancia financiera (Modigliani y Miller, 1958; Fama, 1975,1991; Modigliani, 1982; Miller, 1988), en el marco analítico de Minsky la banca realiza operaciones con fines de lucro. El sector financiero en general, y la banca en particular, al realizar sus operaciones activas y pasivas buscan elevar sus ganancias, al igual que cualquier empresario en una economía capitalista. Por tanto, al igual que los empresarios industriales y comerciales, los banqueros saben que las innovaciones tecnológicas elevan sus beneficios, porque éstas generan economías de escala que elevan sus ganancias. Por lo tanto, los banqueros, usando este término para designar tanto a los intermediarios financieros bancarios y no bancarios, son mercaderes de la deuda que se esfuerzan por introducir innovaciones tecnológicas tanto del lado de los activos que comercializan como de los pasivos que adquieren (Minsky, 1987: 132-133).

Al replantear el papel de las innovaciones tecnológicas en el sector financiero, Minsky no sólo rescata los argumentos de Keynes sobre la función de los bancos en el financiamiento de la inversión y la capacidad que éstos tienen para crear dinero, sino también invalida el carácter exógeno del dinero, supuesto fundamental de la teoría cuantitativa del dinero. Dicho supuesto conduce a los teóricos ortodoxos a sostener que la velocidad del “dinero”, entendido por éste los billetes y monedas que emiten los bancos centrales, es casi constante y, por tanto, la oferta de dinero mantiene una relación lineal proporcional con el nivel de precios. Esta afirmación implica, por un lado, que los bancos no crean dinero y, por el otro, que la demanda de dinero es estable porque está determinada por la oferta del mismo. En cambio, bajo el enfoque de Minsky el dinero tienen un carácter endógeno debido a la capacidad que tienen los bancos comerciales para crear dinero “bancario”; capacidad que se ha potenciado con la introducción de innovaciones tecnológicas en las operaciones bancarias y bursátiles.

En congruencia con ello, la supuesta estabilidad en la oferta de dinero, sostenida por los enfoques convencionales, se debe a que los bancos centrales ajustan la oferta de dinero a la demanda del mismo, cuyo nivel también se ve afectado por los créditos otorgados por los bancos. En otras palabras, en el análisis de Minsky la demanda de dinero determina la oferta, pues los bancos centrales adoptarán hasta cierto nivel, una posición acomodaticia en el momento de proveer reservas a los bancos comerciales que se excedieron en la expansión del crédito, para evitar fluctuaciones inesperadas en la tasa de interés.

Partiendo del principio de la preferencia por la liquidez, Minsky supone que la valuación de los activos de capital depende directamente de la oferta monetaria, ya que ésta influye en el nivel de la tasa de interés. Si la valuación excede al precio de oferta de los bienes de capital, esto es, al precio que fija el productor para seguir en el ramo, habrá una nueva inversión. La inversión neta de las empresas se financiará, una parte con fondos internos y el resto con fondos externos. Los fondos internos, esto es, utilidades retenidas después de impuestos, no necesariamente guardarán una relación proporcional con la inversión planeada. De tal forma que, si ésta aumenta, es probable que la ponderación del financiamiento externo a la empresa se eleve. La reacción del mercado de préstamos a la creciente demanda de financiamiento para la inversión puede modificar los términos en que éste se conceda, y a la larga puede frenar el impulso de la acumulación de capital si la tasa de interés se eleva. Esta reacción del mercado marcará la diferencia entre la inversión *ex ante* y la inversión *ex post*.

Cuando la inversión se financia mediante la emisión de pasivos a plazo más corto que la vida probable de los activos fijos, se genera una necesidad de efectivo mayor a los flujos de caja previstos antes de realizarse la inversión. En algún momento, esta situación conducirá a las empresas a refinanciar sus deudas; si el refinanciamiento no es posible en el momento requerido, la empresa se verá obligada a vender algunos activos para cumplir con sus compromisos contraídos.

Así, a medida que se eleva el apalancamiento, los agentes económicos tienden a valorar favorablemente los activos financieros con mayor liquidez; en tanto que la estructura de deudas acumuladas influye en el precio de los activos de capital en el mercado financiero, lo que acentuará a su vez el carácter cíclico de la inversión.

Una vez que Minsky traslada la hipótesis de la inestabilidad financiera del análisis microeconómico, esto es, de la explicación de los efectos derivados del financiamiento bancario de la inversión de las empresas, al análisis macroeconómico, determinado por el estudio de la validación de las deudas en la fase expansiva del ciclo económico, dicha hipótesis se convierte en una teoría macroeconómica de la inestabilidad endógena del sistema capitalista. En efecto, con el tránsito del análisis del proceso de endeudamiento de las empresas durante la etapa expansiva al análisis de la relación entre los flujos de capital y el cumplimiento de los compromisos de aquéllas, Minsky sienta las bases para entender la inestabilidad sistémica endógena de la economía capitalista prevaleciente hasta la década de los setenta, la cual se caracterizó por sistemas financieros regulados o administrados.

Si consideramos que el marco analítico construido por Minsky parte de una reinterpretación de la *Teoría General* de Keynes, y que ésta se desarrolla en el contexto de la *Gran Depresión* de 1929, podemos sostener que la hipótesis de la inestabilidad financiera es una interpretación de las tesis fundamentales de dicha teoría a la luz de los cambios que se venían registrando en el capitalismo en general y, en el sistema financiero internacional en particular, desde finales de la década de los sesenta. En este sentido, podemos decir que la hipótesis de la inestabilidad financiera se sostiene tanto en elementos teóricos como empíricos. El argumento teórico de la hipótesis de la inestabilidad financiera supone una economía capitalista con activos de capital costosos, por un lado, y un sistema financiero complejo y sofisticado, por el otro.

Con respecto a la evidencia empírica, los indicadores sobre la presencia de inflación y deflación por deudas son elementos importantes porque anuncian los problemas de insolvencia bancarias y, en consecuencia, de inestabilidad financiera, origen de las crisis financieras (Minsky, 1992).

En este marco analítico, la hipótesis de la inestabilidad financiera se refiere a una economía capitalista cuya dinámica se ve afectada por los choques exógenos que generan los ciclos de negocios de diversa magnitud. Por tanto, esta hipótesis implica que, históricamente los ciclos económicos se ven agravados tanto por la dinámica interna de las economías capitalistas como por el sistema de intervenciones y regulaciones que están diseñados para mantener la economía en funcionamiento dentro de ciertos límites razonables. En otras palabras, para evitar que las fluctuaciones bruscas en los ciclos económicos conduzcan al sistema a una senda de inestabilidad, es necesario establecer un marco institucional que permite el funcionamiento de la economía bajo condiciones más o menos controladas.

2. La introducción del dinero al sistema económico en el análisis de Minsky y sus vínculos con Keynes

Al incorporar Minsky a su análisis de la inestabilidad financiera, por un lado, los efectos de la acumulación de deudas sobre las nuevas decisiones de inversión y, por el otro, los cambios en la estructura de las instituciones financieras sobre el ciclo económico, fortaleció las aportaciones de Keynes sobre el papel de los bancos. Estas precisiones metodológicas son necesarias para entender cómo el proceso de financiamiento de la inversión lleva a la gestación de la inestabilidad financiera en el marco analítico de Minsky.

En el marco analítico de Minsky el dinero se introduce al sistema económico mediante el proceso de financiamiento de la producción de bienes de capital; esto es, con la contratación de pasivos para financiar la producción de este tipo de bienes.

Dichos pasivos son compromisos de pago en efectivo para las empresas, en fechas específicas o condicionadas. En los balances de las empresas, estos pasivos determinan una serie de tiempo de pagos prioritarios; además, dado que los activos de las empresas generan en el tiempo una serie de recibos de caja, éstos son tomados como referencia para hacer conjeturas sobre los flujos de ingresos. Es decir, se toman los activos de las empresas como referencia para proyectar el flujo de efectivo esperado.

La no aparición física del dinero en esta primera fase de financiamiento de la inversión, es diferente al “velo del dinero” o neutralidad del dinero presente en la teoría cuantitativa del dinero. De acuerdo con esta teoría, el dinero aparece en el intercambio comercial en los mercados de productos y de bienes de capital; lo que implica que el dinero se cambia por bienes. Por tanto, los intercambios son de mercancías por mercancías. En el caso de Minsky, que es también el de Keynes, el dinero tiene un vínculo directo con la producción y, por ende, con la inversión, que se relaciona con el financiamiento de ésta a través del tiempo. De ahí que, para Keynes el financiamiento de la economía se manifieste en una estructura de compromisos de pago en la fecha que los bancos estipulan. (Keynes, 1972). Los flujos de dinero van primero de los depositantes a los bancos, y posteriormente de éstos a las empresas. En fechas posteriores, los flujos van de las empresas a los bancos, y de éstos a sus depositantes. Inicialmente, los intercambios son para financiar la inversión, posteriormente los flujos son para cumplir los compromisos acordados en los contratos de financiamiento. Esta explica que tanto para Minsky como para Keynes, el sistema de producción capitalista sea un sistema monetario de producción.

En el enfoque de Keynes el dinero está presente en todo el proceso de producción; primero, porque los flujos de préstamos (dinero bancario) para las empresas son una respuesta a las expectativas de beneficios futuros y, segundo, porque el retorno de flujo de efectivo es una fuente de financiamiento interno de las empresas, esto es, la reinversión de utilidades obtenidas.

De esta forma, los intercambios económicos clave son resultado de las negociaciones entre los banqueros y los empresarios. Los documentos "sobre la mesa" de tales negociaciones detallan los costos y las expectativas de ganancias de empresarios y banqueros. Así, mientras los empresarios interpretan los números y las expectativas de forma entusiastas y optimista, los banqueros se muestran escépticos ante los mismos. Ello explica que sean los banqueros quienes establezcan las condiciones y características de los préstamos. De la misma forma, la interpretación de Minsky sobre el papel de los banqueros coincide con la de Keynes, al calificar a éstos como especuladores. Al igual que Keynes, Minsky fundamenta su posición en el hecho de que proviniendo los pasivos de los banqueros de depósitos a la vista, éstos otorgan préstamos basados en activos con fecha de vencimiento mayor a las fechas de los pasivos. Ello es un indicador de que los banqueros siempre están especulando con su capacidad de refinanciar sus posiciones sobre activos, a medida que se producen retiros de depósitos (Minsky, 1987: 132-133). Por otra parte, ello también deja ver que la actividad bancaria no podría existir sin un mercado interbancario y un mercado de valores desarrollado.

Los banqueros especulan al mismo tiempo con la composición de sus activos y la venta de sus posiciones en valores negociables, para financiar préstamos adicionales durante el auge. Cuando los banqueros venden valores, éstos permanecen dentro del sistema debido a que los mismos pasan a formar parte de alguna cartera no bancaria, como sustituto de efectivo. Para que ello sea posible, es necesario elevar la tasa de interés para que los valores sean atractivos. Durante los auges, los banqueros compran capacidad de préstamo vendiendo su cartera de inversión a familias, poseedores corporativos de efectivo y a intermediarios financieros no bancarios, como los fondos de pensiones, las aseguradoras, etc. Al respecto, Minsky señala que en el sistema bancario estadounidense los bancos no pueden aumentar la relación de pasivos bancarios/reservas bancarias mediante la sustitución de depósitos de corto plazo por depósitos de largo plazo, o sustituyendo los préstamos reales con promesas

(líneas de crédito) o variando la eficiencia con que se utilizan las reservas a través de las transacciones interbancarias de reservas, esto es, mediante transacciones con fondos federales. Sin embargo, como los bancos tienen la capacidad de crear dinero, estas restricciones no impiden a los bancos expandir el crédito, ya que el dinero se determina de manera endógena.

Por su parte, las empresas pueden vender sus deudas mediante la emisión de papel comercial, en el mercado abierto; ello absorbe y activa los balances de efectivo en el corto plazo de otras unidades. El papel comercial es muy semejante al dinero, porque funciona como instrumento temporal de poder de compra debido a que puede emitirse atendiendo a las necesidades del que lo posee. El mayor financiamiento externo de las empresas incrementa la oferta de dinero, al mismo tiempo que éstas reducen los balances de efectivo ocioso. De hecho, los cambios de velocidad en los flujos de efectivo de las empresas son resultado de las sustituciones en las carteras de activos monetarios por deuda a corto plazo.

Ahora bien, lo que ocurre en el mercado donde los bancos intercambian activos y adquieren depósitos es solo una parte del problema; la otra parte se ubica en el momento en que los bancos venden sus certificados de depósito o entran en la recompra de contratos, pues ello implica una sustitución en los tiempos de los depósitos bancarios o promesas de pago por la demanda de depósitos que toman su lugar. Cada transacción incrementa la habilidad del sistema bancario para financiar las actividades, pero, dado que los bancos financiadores proveen recursos de corto plazo que estimula la expansión acelerada del crédito (burbujas crediticias), es obvio que esta dinámica conducirá a la economía a una senda de fragilidad financiera, si las expectativas sobre los flujos de retorno no se cumplen debido a una caída de la demanda agregada, o si el crédito crece a un ritmo mayor que el crecimiento del producto y el ingreso corriente (Minsky, 1986: 75-77). Ello deja ver el problema de sincronización de los flujos de retorno y los plazos de los créditos; siendo mayores los plazos de los primeros que los de los créditos.

A esto deben sumarse los efectos contractivos que genera la declinación de la fase expansiva del ciclo económico sobre la demanda agregada. Así, justo cuando los flujos de retorno de las empresas se contraen, los plazos de vencimiento de los préstamos de corto plazo se vencen; ante tal situación, los bancos cortan los créditos a las empresas justo en el momento en que necesitan mayor liquidez.

3. El proceso de gestación de la inestabilidad financiera en Minsky

El análisis de la inestabilidad financiera de Minsky se ubica en el capitalismo de los años setenta; si bien la actual estructura del sistema capitalista conserva algunos de los rasgos de aquél, es obvio que la configuración actual de la economía internacional en general, y del sistema financiero mundial en particular, surgen de los procesos de liberalización y desregulación de la economía. Procesos que se iniciaron en los primeros años de la década de los setenta, con la instrumentación de las políticas de desregulación y liberalización del sistema financiero de los Estados Unidos de Norteamérica, seguido por Inglaterra y Canadá, para posteriormente ser adoptadas dichas políticas por la mayoría de países, tanto industrializados como en desarrollo.

3.1. La expansión del crédito durante la fase de prosperidad del ciclo económico. La relación deuda y flujos de efectivo de las empresas

De acuerdo con Minsky, el capitalismo desarrolló un sistema financiero complejo y sofisticado, y dado que la acumulación de capital depende de la producción de bienes de capital, el financiamiento de la producción de estos es fundamental, ya que la producción de dichos bienes determina la dinámica de la inversión a nivel macroeconómico. Bajo esta perspectiva, el problema económico central, de acuerdo con Minsky, es: Cómo financiar la inversión? o ¿Cómo desarrollar la acumulación del capital durante un calendario en tiempo real? (Minsky, 1992).

En otras palabras, ¿cómo sincronizar el endeudamiento de corto y largo plazo con los plazos que conlleva un proceso de producción?; esto es, ¿cómo coordinar el financiamiento y fondeo de la inversión?

Durante el período de prosperidad, en general mejoran las actitudes respecto al riesgo y las expectativas sobre los flujos de caja de las empresas. Bajo este ambiente optimista, los banqueros perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito. Ello, conjuntamente con las expectativas favorables sobre el ciclo económico, propicia el incremento de los precios de los activos de capital existentes. El aumento del valor de mercado de éstos activo, así como las expectativas positivas que se desprende de la flexibilidad de los banqueros para otorgar crédito conduce a las empresas a tomar nuevas decisiones de inversión, que serán financiadas con un incremento en la contratación de pasivos (mayor apalancamiento bancario). Ello no modifica la relación deuda a patrimonio de las empresas, debido a que el valor de los activos se ha incrementado como resultado de un incremento en sus precios.

Así, la mayor oferta de crédito incentiva una mayor demanda de los mismos; en tanto que la mayor valuación del capital patrimonial de las empresas estimula a los banqueros a sostener la expansión del crédito durante el tiempo que dure la etapa de auge del ciclo económico, manteniendo los términos de concesión de los préstamos para nuevas inversiones (Mantey, 2000: 5-6). Sin embargo, en el momento en que la bonanza económica empieza a declinar, los banqueros contraen el crédito justo cuando las empresas empiezan a tener problemas de liquidez, y la burbuja crediticia se rompe. La falta de liquidez da paso a la insolvencia, y ésta a la inestabilidad financiera; las condiciones para que estalle la crisis están dadas. Al respecto, Minsky señala que en el período de la posguerra, los procesos de deflación de títulos fueron contenidos gracias a la intervención de los gobiernos y a la existencia de un marco institucional de regulación prudencial.

Bajo este contexto, la expansión del gasto público deficitario estabilizó las utilidades de las empresas, al mismo tiempo que la función de prestamista de última instancia del Banco Central contenía los problemas de falta de liquidez provocados por la expansión del crédito por encima de sus reservas. Como parte de este marco institucional, el establecimiento del seguro de depósitos contribuyó a mantener estables las tasas de interés.

Siguiendo la tesis de Keynes que sostiene que la inversión está determinada por la relación entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, que condujo a éste a sostener que si la primera excede a la segunda es altamente probable que se realicen nuevas inversiones y que en caso contrario, no habrá nuevas inversiones, Minsky (1987) incorpora la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital como determinantes de la inversión. La primera se basa en la valuación de los activos de capital que posee la empresa; valuación que se ve influida indirectamente por la oferta monetaria, debido a que las variaciones en ésta influyen en el nivel de la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital, precio que demanda el productor para seguir en el ramo, tendrá lugar una inversión nueva; en caso contrario, ello no sucederá (Mántey, 2000).

En Minsky, al igual que en Keynes, las nuevas inversiones o el desarrollo de la acumulación de capital se inicia con un adelanto (préstamo bancario) para financiar la inversión; dinero que será recuperado en el futuro a través de los beneficios generados por dicha inversión. Para iniciar este proceso los inversionistas requieren información previa sobre la valuación de la empresa y el precio de oferta de los bienes de capital, para decidir cómo financiar su inversión. El financiamiento interno implica una menor liquidez para la empresa en el corto plazo, mientras que el financiamiento externo significa endeudamiento para ésta y, por ende, la adquisición de obligaciones futuras. Para las empresas, las obligaciones significan una serie de pagos en el tiempo, que deben ser cubiertos con las ganancias que generen los activos adquiridos.

En consecuencia, el dinero está conectado con el financiamiento a través del tiempo; esto es, el dinero se introduce en la producción a través de un préstamo bancario previo al inicio del proceso productivo, esto es, del financiamiento bancario. De ahí que para Keynes y Minsky los bancos no son agentes pasivos, pues cumplen un papel fundamental en el proceso productivo.

Los flujos de dinero bancario que pueden o no provenir de los depositantes, van de estos a los bancos, y de los bancos a las empresas. En una fecha posterior, generalmente después de la venta de los bienes, el dinero pasa de las empresas a los bancos y de los bancos a disposición de los depositantes. El primer intercambio (de los bancos a las empresas) se realiza mediante el financiamiento de la inversión; los subsecuentes intercambios deben cumplir con las obligaciones financieras establecidas en los contratos para que las nuevas inversiones puedan financiarse. Así, el presente se liga al pasado y al futuro, no sólo por los activos de capital (como resultado de un proceso de producción pasado) y la fuerza de trabajo viva que se adquiere y contrata, respectivamente, con el crédito bancario que es previo al inicio del proceso de producción, sino también porque el financiamiento y fondeo de la inversión conecta el presente con el futuro a lo largo del proceso productivo. La continuidad de este proceso dependerá del desarrollo institucional del sistema financiero (Minsky, 1992).

Esta relación económico-financiera es el resultado de una negociación entre banqueros y empresarios (Minsky, 1992). Por un lado, el empresario presenta su proyecto sustentado en expectativas optimistas, que para convencer al banquero le demuestra que la relación costo-beneficio es positiva. Por su parte, el banquero asume una actitud escéptica porque sabe que las expectativas de ganancias del proyecto determinarán el flujo de financiamiento a contratar y el precio de mercado de los contratos de financiamiento ya existentes. Sin embargo, será hasta la realización de los beneficios cuando se sabrá si se puede cumplir o no con lo establecido en el contrato de financiamiento y, por ende, si los banqueros podrán financiar nuevas inversiones en el futuro.

La inversión se concretará en el presente, porque empresarios y banqueros esperan que haya una nueva inversión en el futuro; es decir, esperan que el proyecto tenga éxito.

Las expectativas de beneficios empresariales determinan tanto el volumen de contratos de financiamiento a las empresas como el precio de mercado de los bienes de capital, ya que aquéllas influyen en las decisiones de inversión y, por ende, en la demanda de bienes de capital. Por su parte, la realización de los beneficios confirma el cumplimiento de los compromisos fijados en los contratos financieros, siempre que los activos financieros sean utilizados para los fines que previamente se acordaron en las negociaciones entre el empresario y el banquero.

Las expectativas sobre los beneficios dependen de la inversión en el futuro, y está determinada por la disponibilidad de recursos internos y/o externos, y en este último caso, de la tasa de interés. Por su parte, la realización de los beneficios y el cumplimiento de los compromisos financieros dependerá de la demanda efectiva, y ésta su vez determinará las decisiones de inversión futura. De hecho, Minsky (1992) incorpora el enfoque de los beneficios de Kalecki (1965), en el cual la estructura de la demanda agregada determina los beneficios. Así, la inversión se realizará porque empresarios y banqueros esperan que sus expectativas sobre la realización de los beneficios se cumplan, lo que implica que el financiamiento a la inversión presente tendrá éxito en el futuro.

3.2. El “colchón” de seguridad y los tipos de empresas. Expansión del crédito, especulación y la fragilidad financiera

Después de obtener el financiamiento, y una vez iniciado el proceso de inversión, la empresa puede encontrarse con tres situaciones: 1) si los flujos de caja le permiten a la empresa pagar sus deudas, la empresa estará cubierta; 2) si el flujo de caja le permite pagar los intereses de la deuda, pero no el capital, la empresa será especulativa; y 3) si el flujo de caja no le permita pagar ni los

intereses, será una empresa *Ponzi*¹. En los dos últimos casos, las empresas financian su inversión con documentos de un plazo menor al de la vida probable de los activos. De ahí que este tipo de empresas requieran de un refinanciamiento permanente de su deuda, esto es, requieren de inyecciones de efectivo de manera permanente. Por tanto, preferirán activos altamente líquidos a medida que se eleva su apalancamiento.

A partir de esta caracterización de las empresas, según la relación de deuda y flujos de ingreso, Minsky postula dos teoremas sobre la hipótesis de la inestabilidad financiera. El primero se refiere a la situación donde coexisten regímenes de financiamiento estables y regímenes inestables. Si las empresas cubiertas dominan, es posible que la economía alcance el equilibrio buscado; en este caso se trata de un sistema económico donde la crisis está contenida. Pero, si la mayoría de empresas son especulativas y Ponzi, es muy probable que la economía se contagie de la inestabilidad; lo que aleja al sistema del equilibrio deseado. El segundo teorema sostiene que después de un periodo prolongado de prosperidad, la economía transita de relaciones financieras estables a relaciones financieras inestables (Minsky, 1992), que terminan por contagiar a todo el sistema.

En los periodos de prosperidad, generalmente se mejoran las expectativas sobre las ganancias futuras de las empresas, pues por sí misma la bonanza valida las deudas; de ahí que en esta fase del ciclo económico los bancos se tornen optimistas ante el riesgo y, por tanto, flexibilicen los requisitos para otorgar el crédito. El crédito se expande a tal grado, que puede provocar un incremento en los precios de los bienes de capital existentes (precio de oferta) y, con ello, un incremento en los niveles de apalancamiento de las empresas.

¹ Llamadas así en honor a Carlo Ponzi, un célebre empresario que se dedicó a hacer fraudes de tipo piramidal en Boston, Estados Unidos de Norteamérica, durante los años treinta del siglo XX.

Generalmente, la expansión del crédito (burbuja crediticia) se acompaña de mayor especulación sobre ganancias futuras y el relajamiento de los márgenes o fondos de seguridad (*safety cushion*), pues, como dijimos, la bonanza valida las expectativas positivas sobre los flujos de retorno de las empresas. Sin embargo, esta laxitud puede convertirse en un elemento de inestabilidad si consideramos que el “colchón” cumple una función estratégica, ya que cubre el margen de error entre las ganancias anticipadas y los costos financieros periódicos de un proyecto de inversión (Kregel, 2008). Ahora bien, si para evitar una situación de este tipo durante la etapa de prosperidad el Banco Central restringe la oferta monetaria, los banqueros recurrirán a las innovaciones financieras y al fondeo interbancario, para satisfacer la demanda de crédito. De tal manera que, el multiplicador del crédito operará de manera inversa, es decir, el multiplicador se eleva en presencia de una contracción de la oferta monetaria. Por tanto, la oferta monetaria se torna perfectamente elástica a la tasa de interés (Mántey, 2000). En tal situación, se preferirá la liquidez y se aumentará la venta de activos, lo que provocará que el valor de éstos se aleje del valor de sus fundamentos reales; y éste se verá aún más deteriorado por la especulación. Bajo estas condiciones, los inversionistas preferirán los activos menos riesgosos, como los bonos gubernamentales, en detrimento de los privados o de empresas debido a que sus precios bajarán en cualquier momento.

Estas condiciones pueden conducir a la economía a una crisis de liquidez o insolvencia; para evitarla el Banco Central puede aminorar los efectos, mediante la contención de la devaluación de la moneda. Si restringen el crédito interno mediante la elevación de las tasas de interés, empeora la fragilidad de las empresas, debido a que caerá el valor de la cartera bancaria: Ello desalentará el mercado de capitales, como resultado de la baja de los precios de los valores que se cotizan en él, por un lado, y favorecerá las operaciones en el mercado de dinero, por el otro. La combinación de estos factores aumentará la fragilidad del sistema financiero nacional, pero también del sistema internacional si los bancos locales mantienen operaciones interbancarias con bancos externos.

Asimismo, si en una economía donde una alta proporción de unidades económicas se dedican a la operación de finanzas especulativas se registra un incremento de la inflación y la autoridad monetaria intenta exorcizar la inflación mediante una contracción monetaria, es altamente probable que las unidades especulativas se conviertan en unidades Ponzi, porque el valor neto de dichas unidades se evaporará rápidamente. Por su parte, las unidades con déficit de flujo de caja se verán obligadas a tomar una ventaja mediante la venta adelantada de sus activos. Esto conducirá a la caída del precio de éstos; así, la economía pasará de la inflación a la deflación. Por otro lado, la elevación de los precios de los bienes de capital y el incremento en los costos financieros, resultado de las mayores tasas de interés, afectará el nivel de beneficios esperados por las empresas, ya que es probable que un incremento en los precios contraiga la demanda efectiva.

De acuerdo con Minsky, cuando los sistemas financieros estaban regulados, los bancos constituían un colchón de seguridad que les permitía cubrir el margen de error entre las ganancias anticipadas y los costos financieros periódicos de un proyecto de inversión. Esto implicaba que las decisiones de inversión consideraran la diferencia entre los flujos de efectivo potenciales y los compromisos de pago, diferencia que representa el margen de seguridad (Kregel, 2008). El margen podría también estar determinado por el valor de realización del colateral requerido por el deudor, el monto de los depósitos compensatorios o cualquier otro factor que el banquero considerara que le permitiría recuperar su préstamo si el ingreso futuro del proyecto no cumplía con las expectativas originales en el momento de otorgamiento del crédito. .

Cuando dicho colchón es insuficiente para enfrentar la caída de los flujos de retorno de las empresas, lo que impide a éstas hacer frente a sus compromisos financieros adquiridos, se iniciará un proceso de deflación de deuda debido a que las empresas se verán obligadas a vender su posesión de activos, con la consecuente caída de los precios y el incremento de la carga de sus deudas.

Los menores precios aumentan la necesidad de vender más activos, lo que a su vez alimenta el exceso de oferta de activos; ello impide que el inversionista pueda pagar completamente su préstamo con la venta de sus activos.

Las condiciones para que estalle la crisis están dadas, ya que las empresas no pueden cumplir con sus obligaciones financieras. Este mecanismo de propagación de la crisis descrita por Minsky, muestra que el origen de la inestabilidad financiera y, por tanto, la propagación de la misma al resto de la economía, es inherente al capitalismo. Y, es el sistema financiero el origen de la misma, pues éste oscila entre la solidez y la fragilidad (Minsky, 1974). Así, la inestabilidad financiera es un proceso endógeno, debido a que la economía genera comportamientos que reproducen la fragilidad. En otras palabras, el sistema financiero reproduce condiciones que hacen al sistema más propenso a una respuesta inestable ante cambios en las condiciones financieras o cambios en otros factores que influyan en el nivel de beneficios de los proyectos de inversión (Kregel, 2008). Esta visión de Minsky lo condujo a sostener que el establecimiento de instituciones y mecanismos de regulación y supervisión realistas y viables sobre el funcionamiento del sistema financiero eran importantes y necesarios, si se quería evitar que en las etapas de auge o bonanza la euforia y la especulación condujeran a la flexibilización de los controles y márgenes de seguridad de los bancos. Al respecto, Minsky recomendaba el control de las burbujas o *boom* de crédito durante las etapas de prosperidad, porque éstas generalmente conducen a crisis de insolvencia. Asimismo, afirmaba que la caída de la actividad económica que ella provocaba, solo podía superarse mediante la instrumentación de políticas macroeconómicas que combinaran políticas fiscales y monetarias activas para reactivar la demanda agregada.

De acuerdo con esta visión de Minsky, podemos afirmar que Minsky se opondría a la instrumentación de programas de ajuste y estabilización macroeconómicos sustentados en la contracción de la demanda agregada, así como a la aplicación indiscriminada de políticas de desregulación y liberalización financiera en particular, y de la liberalización indiscriminada de la economía en general, como los aplicados en la mayoría de los países en las décadas de los ochenta y noventa del siglo XX.

4. El enfoque de la represión financiera en los países en desarrollo: Sustento teórico de las políticas de desregulación y liberalización financiera

Los sistemas y mecanismos de regulación y supervisión financiera vigentes hasta finales de los años setenta, tenían como propósitos: 1) supervisar las operaciones de los intermediarios para evitar quiebras y manejos especulativos y fraudulentos, 2) dirigir y asegurar el financiamiento a las actividades y sectores prioritarios de la economía, 3) prevenir y proteger a éstas de las crisis financieras, 4) mantener la inflación en niveles bajos, y en la medida que éste objetivo se cumpliera, 5) asegurar la estabilidad cambiaria y monetaria (Correa, 1998). Este marco regulatorio institucional fue cuestionado a principios de la década de los años setenta, por McKinnon (1973) y Shaw (1973), quienes argumentaron que los mecanismos de control y supervisión sobre los sistemas financieros de los países en desarrollo reprimían el funcionamiento de los mismos.

Según estos teóricos, el bajo nivel del ahorro interno en estos países era el resultado de dicha represión, y dado que en este enfoque el ahorro determina la inversión, la mencionada represión también provoca un bajo nivel de inversión en las economías en desarrollo. En congruencia con estas tesis, los mencionados teóricos recomiendan la eliminación de los controles y mecanismos de supervisión sobre los sistemas financieros en general, y de los países en desarrollo en particular. Una vez desregulados los sistemas financieros, según estos autores, el ahorro se elevaría, y como éste es una condición *ex-ante* para que la inversión se incremente, el crecimiento de la producción y el empleo estaba asegurado.

La restricción o represión financiera se explica por la existencia de límites superiores a las tasas de interés activas y límites inferiores a las tasas de interés pasivas, aplicación de tasas tributarias al capital, controles cambiarios, crédito selectivo y encajes legales. Según este enfoque, la restricción financiera fue utilizada por los gobiernos de las economías en desarrollo para desviar recursos bancarios hacia el financiamiento del gasto público deficitario y de instituciones públicas ineficientes, como la banca de desarrollo y empresas públicas. Esta situación obstaculizó el desarrollo del mercado financiero e inhibió la introducción de nuevos instrumentos y servicios financieros, porque cuando la inflación es alta, que es una característica de las mencionadas economías, propicia la sustitución de los activos tangibles por activos financieros debido a que las tasas de interés reales se vuelven negativas. A dicha sustitución también contribuyeron las políticas de financiamiento del déficit público a través de la emisión de dinero por parte de los bancos centrales y recursos bancarios.

Siguiendo el análisis de la teoría de la represión financiera, los tope máximos a las tasas de interés generan cuatro tipos de distorsiones: 1) Provocan un sesgo a favor del consumo presente y en detrimento del ahorro y consumo futuros. Ello explica que los bajos niveles de ahorro interno y la ineficiente asignación del mismo; 2) Estimulan a los prestamistas potenciales (ahorradores potenciales) a que inviertan directamente sus recursos (autofinanciamiento) en proyectos productivos que generan bajos rendimiento, en lugar de canalizarlos al sistema financiero donde obtendrían mayores rendimiento. Provocando con ello, que la inversión se contraiga debido a la baja propensión a ahorrar; 3) Propiciaron que los recursos bancarios que obtenía un inversionista para financiar un proyecto productivo fueran dirigidos a otros fines no productivos, debido a que las bajas tasas no implican un alto riesgo; y 4) Desalentaron la “cultura del riesgo” tanto en el caso de las instituciones financieras como en los inversionistas.

La combinación de estos factores, de acuerdo con el mencionado enfoque, explica que los rendimientos de los proyectos que se realizan apenas sean superiores a la tasa de interés máxima permitida. Derivado de lo anterior, las instituciones financieras cayeron en altos índices de morosidad (Temitope y Osita, 2002).

Para corregir estas distorsiones, los teóricos de la represión financiera recomiendan eliminar los topes máximos a las tasas de interés, con el argumento de que las tasas de interés reales altas maximizan la inversión y elevan la eficiencia promedio de los proyectos de inversión. En consecuencia, es necesario eliminar el marco regulatorio y los controles sobre el sector financiero, pues en un ambiente de alta inflación la represión financiera, al provocar la caída de la intermediación financiera y obstaculizar el desarrollo del mercado de capitales, ha reproducido los desequilibrios macroeconómicos de las economías en desarrollo, y los cuales se profundizaron hacia la década de los setenta. Esto es bajo crecimiento y presiones inflacionarias.

Bajo un sistema financiero reprimido, según el enfoque de la represión financiera, el desarrollo económico es bajo debido a que la tasa de crecimiento del producto efectivo es menor que su tasa potencial. Además de que, las bajas tasa de interés desestimulan el ahorro, por un lado, e inducen a los inversionistas a canalizar el financiamiento obtenido a proyectos poco rentables, por el otro. Por el contrario, las tasas de interés reales positivas al estimular el ahorro, conducirán a mayores niveles de inversión. Este razonamiento implica tres supuestos: a) que el ahorro determina la inversión, b) que el ahorro es previo a la inversión, y c) que existe una relación positiva entre el ahorro y la tasa de interés. En consecuencia, la desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales, en particular en los países en desarrollo, aseguran por sí mismas el desarrollo económico (Temitope y Osita, 2002).

La evidencia empírica ha demostrado los límites y contradicciones del enfoque de la represión financiera, pues a más de tres décadas de haberse desregulado y liberalizado los sistemas financieros de la mayoría de los países en general, de las economías en desarrollo y emergentes no se han creado las condiciones para inducir un crecimiento estable y sostenido. Por el contrario, la relativa estabilidad monetaria coexiste con bajo crecimiento del producto y el empleo y una alta fragilidad financiera a nivel mundial.

5. El enfoque poskeynesiano sobre la naturaleza endógena del dinero

La economía capitalista es una economía monetaria de producción porque el pasado, presente y futuro están vinculados no sólo por los bienes de capital y la mano de obra, sino también por las relaciones financieras. Dichas relaciones vinculan la creación y la propiedad de los bienes de capital a la estructura productiva y a las relaciones sociales que se derivan de la misma. Por ello el análisis de las relaciones financieras y sus implicaciones para el desarrollo económico no debe limitarse al estudio de la estructura de pasivos de las empresas y los flujos de efectivo, porque la intermediación financiera da origen a una estructura institucional compleja determinada por las relaciones entre los gobiernos, los propietarios de la riqueza y los intermediarios financieros bancarios y no bancarios.

5.1. El enfoque Chartalista del dinero estatal y los antecedentes analíticos del dinero endógeno.

El enfoque Chartalista del dinero estatal se desarrolla en el contexto marcado por el surgimiento de los Estados fuertes, y más precisamente con la consolidación de su derecho y poder para definir el concepto y denominaciones del dinero. Esta visión está presente en Adam Smith, Knapp y Keynes, así como en algunos trabajos de Hyman Minsky, Abba Lerner y Kenneth Boulding (Wray, 2006).

Siguiendo los argumentos de Knapp, Keynes sostiene que el dinero de cuenta es el concepto primario de la teoría del dinero, porque el origen de éste está vinculado a la existencia de deudas. Por su parte, las deudas son contratos de pagos diferidos a precios de lista; siendo éstos últimos ofrecidos en los contratos de compra y venta. En el marco de este razonamiento, Keynes distingue el dinero de cuenta del dinero; el primero se refiere a la descripción o título, mientras que el segundo se refiere a la cosa que responde a la descripción. Siguiendo con la línea análisis de Knapp, Keynes sostiene que el Estado es quien determina qué sirve como dinero de cuenta y dicta lo que es aceptado como dinero. En congruencia con esta visión, Keynes afirmaba que la era chartalista o del dinero estatal había comenzado por lo menos hace 4,000 años, y que esta teoría aplicaba a las modernas economías, lo que incluía a las economías que se rigieron por el patrón oro hasta los primeros años de la década de los setenta del siglo XX, pues, de acuerdo con Keynes, el dinero basado en oro es también dinero estatal. Por otro lado, y paralelamente a su concepción del dinero estatal, Keynes reconoce que los bancos pueden crear dinero mediante el otorgamiento de préstamos para financiar el gasto privado en consumo e inversión. Incrementando de esta forma la demanda efectiva y, con ello, la actividad económica. Así, el dinero bancario se convierte en dinero representativo (Keynes, 1930).

En su análisis sobre la naturaleza del dinero, Minsky comparte algunas tesis chartalista, ya que reconoce que los impuestos dan valor a la moneda impuesta por el gobierno, como lo sostenían Smith y Knapp (Minsky, 1986). Asimismo, Minsky, al igual que Keynes, afirmaba que los bancos pueden hacer pagos al gobierno solo si usan dinero del banco central; y solamente cuando el Estado está en crisis y pierde legitimidad, puede perder capacidad y poder para imponer su moneda. Bajo tal situación, el Estado puede entrar en caos, lo que puede provocar que la moneda extranjera sea utilizada para realizar transacciones internas.

Con respecto a la endogeneidad del dinero, Minsky argumenta que el dinero es endógeno porque es creado durante el proceso cotidiano de la actividad económica, esto es, de los negocios. Un préstamo no es más que un arreglo con un banco para hacer pagos ahora, sustentados en la promesa de un pago futuro. En los balances de los bancos, el dinero que es creado por el banco no es más que crédito en el balance de otro banco. Ello da origen a una pirámide de compromisos con el Banco Central, el cual se encuentra en la parte alta de la pirámide. Así, para Minsky, al igual que para Knapp, el público acepta dinero bancario porque pueden usarlo para pagar sus compromisos con el banco.

Esto es precisamente lo que le da valor nominal al dinero bancario, ya que el deudor retira su promesa de pago mediante la liquidación del préstamo con dinero de alto poder o dinero fiduciario, y el banco acepta este pago por sus servicios.

5.2. El enfoque postkeynesiano del dinero endógeno

Los análisis de Davidson (1988, 1989) arrojaron luz sobre el vínculo existente entre la economía real (producción) y la moneda, ya que para él, la concepción de dinero endógeno implica que los empréstitos emitidos por los bancos eran una condición para la producción real. De ahí que, si los empréstitos son otorgados, incluso antes de que los bienes de capital adicional sean producidos, y si la autoridad monetaria acepta proveer el financiamiento demandado; entonces, los datos estadísticos mostraran que la oferta de moneda aumenta y antecede al aumento de la producción (Davidson, 1989: 488). Por tanto, la moneda es endógena en la medida que se produce como resultado de las variaciones de la demanda de crédito bancario de los agentes. En este contexto analítico, toma relevancia el argumento de Lavoie (1984, 2005), que sostiene que la esencia de la teoría postkeynesiana de la moneda radica en la determinación de la dirección de la causalidad que va de los préstamos hacia los depósitos y de éstos hacia la moneda de alto poder.

En general, todos los postkeynesianos coinciden en que la oferta de dinero se genera en función de las necesidades del mercado, y que el sistema bancario satisface dicha demanda mediante el otorgamiento de préstamos o créditos bancarios. No obstante ello, al interior de este enfoque existieron dos vertientes en torno a dónde y cómo se obtienen las reservas que respaldarán los depósitos creados como producto de los créditos otorgados por el sistema bancario. Las diferencias radican fundamentalmente en el grado de respuesta del Banco Central para abastecer dichas reservas; dichas diferencias dieron origen a las vertientes “acomodatícia” u “horizontalista” y a la “estructural” o verticalista.

La vertiente horizontalista desarrollada por Kaldor (1982, 1985), Lavoie (1984, 1996), Goodhart (1989) y Moore (1988, 1989)², argumenta que los bancos comerciales siempre pueden obtener sin restricciones las reservas adicionales al precio del mercado, siempre y cuando se conserve la confianza en su solvencia o capacidad de reembolso. De manera, que las tasas de interés de corto plazo son exógenas y constituyen un instrumento de la política monetaria. Por su parte, el enfoque verticalista que recoge los planteamientos de Minsky (1957, 1986), Rousseas (1989, 1992), Earley y Evans (1982), sostiene que los bancos centrales controlan los agregados monetarios mediante variaciones en el suministro de reservas. Sin embargo, consideran que a pesar de que los bancos centrales son capaces de restringir cuantitativamente la oferta de reservas bancarias, la falta de liquidez de los bancos comerciales es compensada por medio de las prácticas de gestión de los bancos. Esta gestión se realiza principalmente mediante los pasivos y conlleva a una creciente innovación financiera; en el contexto de la globalización financiera, dicha innovación se fortalece ampliamente (Aybar y Harris, 1998). A pesar de que las reservas del Banco Central pueden ser hasta cierto punto controladas exógenamente por éste, según estos autores, el suministro de dinero-crédito es endógeno debido a las variaciones endógenas del multiplicador monetario.

² Para profundizar sobre los trabajos de B. Moore, revisar los trabajos de 1979, 1982, 1983, 1985a-b, 1988a-b, 1989a-d, 1991, 1994, y 1998.

En una controversia reciente de Moore (1991) con Pollin (1991) en relación a la posición de “fijadores de precios de reserva” vs “fijadores de cantidades de reserva”, respectivamente; Moore sostiene que el banco central fija el precio (tasa de interés) de las reservas pero no las cantidades y la función de la oferta de moneda crédito es horizontal, perfectamente elástica a la tasa de interés, mientras que Pollin argumenta que la función de oferta de moneda es menos que perfectamente elástica a la tasa de interés, y tiene una pendiente positiva. El banco central controla en el corto plazo las cantidades de reserva y las tasas de interés tenderán a subir de acuerdo a las condiciones del mercado en respuesta a la demanda de crédito (Moore, 1991). Después de esta discusión todos los autores coinciden en que el desacuerdo no es sustantivo, porque para Moore (1991) las diferencias pueden residir en los periodos considerados, de hecho considera que existe un amplio consenso de que en el corto plazo los bancos son fijadores de precios tanto en el mercado de préstamos como en el de depósitos. Por tanto durante el periodo de mercado la función de oferta sería horizontal hasta que los vendedores alteren el precio administrado, pero como esta variación responde a los cambios en las condiciones macroeconómicas, la autoridad monetaria no ancla la tasa en periodos del largo plazo, sino que las mueven en función de sus valores objetivos.

A partir de esta interpretación, Moore (1991) considera que los estructuralistas podrían estar de acuerdo en que la función de oferta de dinero es horizontal en el periodo de mercado. De hecho, según el enfoque estructuralista, si bien el sistema bancario busca abastecerse de reservas en el mercado, el mismo proceso de creciente innovación financiera inducida por la gestión de pasivos conduce al sistema a situaciones de desequilibrio financiero, el cual finalmente requiere ser solventado por el Banco Central en su calidad de prestador de “última instancia” para evitar la crisis sistémica. Esto indica que las diferencias al respecto al interior del enfoque poskeynesiano han quedado resueltas.

5.3. La evolución histórica del sistema bancario y de la teoría monetaria. La naturaleza endógena del dinero y la política monetaria

El análisis histórico realizado por Victoria Chick (1986, 1992, 1993a-b, 1995, 2008) sobre la evolución de la banca inglesa y el desarrollo de la teoría monetaria y la política monetaria en el contexto de los cambios en las instituciones bancarias, aportó elementos teóricos y empíricos que contribuyeron a fortalecer el enfoque de la demanda efectiva y del dinero endógeno, dos supuestos básicos del enfoque poskeynesiano. En este análisis Chick (1993a) distingue seis etapas en el desarrollo histórico de ambos aspectos.

Durante la primera etapa del desarrollo del sistema bancario el dinero es depositado en los bancos como una forma relativamente segura de ahorrar, pero los créditos bancarios no son ampliamente utilizados en las transacciones, debido a que los pasivos aún no son medios de pago generalmente aceptados. De ahí que, durante esta etapa los bancos solo actúen como intermediarios entre los ahorradores y los inversionistas que piden prestado a los bancos. Aun cuando sus préstamos exceden sus tenencias de “dinero de alto poder” (oro o efectivo), sus préstamos están limitados por el flujo de nuevos depósitos y de la buena voluntad de sus depositantes de continuar llevando a cabo depósitos, en lugar de ejercer su derecho al dinero de alta potencia. En consecuencia, el dinero bancario fue exógeno, en el sentido que el volumen de ahorro determinaba el nivel de inversión.

La primera etapa duró hasta principios de la Revolución Industrial, sobreviviendo a cambios drásticos en la forma de reservas y de pasivos. Cuando los depósitos se usaron de forma más generalizada como medio de pago y no solo como vehículo para el ahorro, la banca inicia la segunda etapa. Ello coincide con la promulgación de la Ley Bancaria de 1844 en Inglaterra, que aceleró el uso de los cheques como medio de pago; de tal forma que, se hace evidente el carácter endógeno del dinero.

A lo largo de la segunda etapa los créditos sobre depósitos se utilizaron ampliamente como medio de pago cuyo efecto es de largo alcance, debido a que las tenencias de pasivos de los bancos se convierten en dinero para financiar el consumo y la inversión. Haciéndose evidente con ello, que el ahorro está determinado por el ingreso y, en consecuencia, es *ex-post* a la inversión. Ello explica que el coeficiente de re-depósito de los préstamos bancarios se eleve. Asimismo, las reservas dejan de estar determinadas por los ahorros obtenidos a través de los depósitos, para convertirse en la restricción de los préstamos. Ahora un aumento de las reservas de los bancos, ya sea mediante nuevos depósitos (antiguamente denominados “depósitos primarios”) en el sistema bancario, aportaciones de capital o mediante operaciones de mercado abierto, permitirá a la banca en su conjunto prestar un múltiplo de esta cantidad. Creándose depósitos “secundarios”, como actualmente sucede.

En la segunda etapa empieza a funcionar el multiplicador del depósito, aunque la teoría lo va a explicar sesenta años después de que los bancos habían evolucionado hacia esta etapa. La mayor potencialidad de los préstamos de los bancos y, por ende, su capacidad para crear dinero bancario, tiene su lado oscuro, ya que los bancos se volvieron más vulnerables a las crisis de liquidez y a la pérdida de confianza. Dado el nuevo papel de los depósitos como medio de pago, no había garantía de que los depósitos secundarios, una vez creados, se quedaran en el banco individual o en el sistema bancario. Así, la voluntad de un banco en particular de prestar más allá de sus reservas disponibles dependía de su pronóstico sobre su posición de liquidez, de la perspectiva de nuevas reservas depósitos primarios, depósitos secundarios, operaciones de mercado abierto) y de la proporción estimada de re-depósitos.

Esta relación microeconómica reflejada en la teoría como una función de la preferencia de cartera de los individuos por dinero en efectivo en contraste con los depósitos, a nivel macroeconómico está determinada por el grado de integración del sistema bancario y del tamaño de la cuota de mercado de un banco individual.

De ahí que existiera una mayor probabilidad de que se presentaran problemas de liquidez y, por ende, de inestabilidad financiera, en comparación con la primera etapa. Ello explica también que en esta etapa se acepte plenamente el principio de “*Bagehot*”, esto es, que el Banco Central actuó como prestamista de última instancia en tiempos de crisis.

Resulta paradójico que los dos enfoques generales sobre política monetaria que actualmente mantienen la vieja controversia, el neoclásico y keynesiano, fueron desarrollados para adaptarse a las dos primeras etapas de la evolución del sistema bancario.

En la tercera etapa los bancos conformaron un sistema coherente; si bien el inicio y fin de cada una de las etapas dependerá del desarrollo económico, político e institucional de cada país, en el caso de Inglaterra, el desarrollo de la tercera etapa coincidió con el fin de la segunda etapa y es colindante con el inicio de la cuarta etapa. Ello se debe a que, a finales de la segunda etapa y principios de la tercera surgen los préstamos interbancarios, lo que permitió que el déficit de reservas de algunos bancos se protegiera o cubriera con los superávits de otros bancos. Ahora es común que los bancos individualmente otorguen préstamos por encima del nivel de sus reservas, con la expectativa de poder obtener reservas sin necesidad de ir al Banco Central.

El funcionamiento del sistema bancario se vuelve más complejo, coherente y relativamente eficiente porque el exceso de liquidez disminuye; pero al mismo tiempo se eleva el riesgo de que se presenten problemas de falta de liquidez. Aunque el monto definitivo de la creación de crédito todavía depende de la existencia de reservas de los bancos a disposición del sistema en su conjunto, la expansión del banco tiene más probabilidades de alcanzar los límites del multiplicador del depósito; además de que el proceso del multiplicador es más rápido.

En igualdad de condiciones, esto reduce el costo y aumenta la disponibilidad de crédito; pero el sistema es más vulnerable tanto a la presión política como a la sobre-expansión del crédito, lo que implica menor liquidez para el sistema en su conjunto.

En el caso de Inglaterra, el inicio de la tercera etapa se distingue por la ramificación, consolidación y relación de los bancos con las casas de descuento; en los Estados Unidos de Norteamérica el mercado de fondos federales se desarrolló hasta después de la Segunda Guerra Mundial, en los años anteriores a ésta, la corrección de la distribución desigual de las reservas se realizó de forma imperfecta, ya que fueron la red de bancos corresponsales y el sistema de la reserva federal quienes resolvieron los problemas de falta de liquidez.

La cuarta etapa se distingue por el hecho de que una autoridad monetaria central acepta la función de prestamista de última instancia, previendo y/o para evitar el desarrollo de una crisis. En el Reino Unido este hecho fue acompañado por un cambio en la percepción del papel de dinero en efectivo, ya que éste se había constituido en un factor de presión de liquidez para los bancos, quienes se vieron comprometidos a reconocer obligaciones a la vista. Desde finales de los años cincuenta, la demanda de efectivo fue vista sólo en términos de la conveniencia de los particulares, considerando a dicha demanda como estacional y, por tanto, reversible e inofensiva. En ese entonces, nadie discutía que la demanda estacional por dinero en efectivo debería ser suministrada de forma automática; tampoco se discutía que la demanda de efectivo también podría surgir de las necesidades de reserva de los bancos originadas por sus políticas de préstamo. A ello debe sumarse que la proporción de la demanda total de dinero en efectivo que se deriva de los préstamos bancarios, no es susceptible de medición.

El suministro automático de dinero en efectivo invierte la causalidad inherente en el comportamiento de los bancos. En las etapas dos y tres se pasó de reservas escasas y exógenas para préstamos y, de éstos a los depósitos.

En la cuarta etapa el stock de reservas de los bancos se hace sensible a la demanda de los bancos; de tal forma que, la expansión del crédito de los bancos en su conjunto, ahora puede darse sin riesgo de quedar cortos de reservas debido a que es seguro que la autoridad monetaria suministre las reservas necesarias. El único inconveniente e interrogante es el precio (tasa de interés) al cual serán suministradas las reservas, pues el efecto de dicho precio sobre la voluntad de los bancos a prestar será más grande cuando el Banco Central adopte una política de tasa de interés estable y no se precise un tipo de indemnización, como sucedió durante el período de “puerta de escape” de la política inglesa.

Bajo estas circunstancias, se puede decir que la autoridad monetaria actúa como prestamista de primera instancia, porque las reservas son endógenas al sistema bancario y, por ende, el volumen de los préstamos bancarios se determina plenamente por la demanda, en tanto que la oferta de depósitos simplemente se ajusta. De hecho, los balances del Banco Central se convierten en pruebas que aumentan la confianza de que la autoridad monetaria podrá y quiere satisfacer las necesidades de liquidez del sistema bancario. Esto provocó que las tenencias de activos líquidos y de “efectivo” de los bancos declinaran constantemente a partir de los años cincuenta del siglo XX. Incluso, podría decirse que prácticamente no hubo reserva de liquidez sobrante.

La quinta etapa se inicia en la década de los setenta del mismo siglo, cuando los acuerdos de la asociación de la banca inglesa fueron reemplazados por una política de competencia. Los bancos respondieron a estos cambios con una agresiva expansión de préstamos. El manejo de la estructura de liquidez del lado de los activos en la hoja balance, dio paso a la administración de obligaciones, la cual implicó una postura activa de atracción de depósitos al por mayor para apoyar dicha expansión. Así, mediante la práctica de la administración de obligaciones, las reservas se hacen endógenas por una razón diferente a la que se aplicó en la etapa cuatro; en esta etapa las reservas eran endógenas porque la autoridad monetaria satisfacía de las necesidades de los bancos que

habían expandido sus préstamos por encima de sus reservas, con el propósito de evitar problemas por falta de liquidez. En la etapa cinco los bancos satisfacen sus demandas de préstamos mediante la expansión de los depósitos; en otras palabras, ellos se “financian” activamente ofreciendo elevadas tasas de interés para los depósitos. La mayor competitividad de los bancos para incrementar sus depósitos les permitió expandir de forma acelerada sus préstamos; de tal forma que, algunos de estos depósitos indirectamente pasaron a formar parte de las reservas.

Los bancos decididos a expandirse pueden competir con garantías para los titulares de los fondos en todo el intervalo de las tasas; este argumento contrasta con la visión de Keynes, que sostiene que la preferencia por la liquidez suele elevarse cuando las tasas de interés bajan. Aunque es evidente que la competencia no puede continuar por mucho tiempo sin que presione a la alza a las tasas de interés sobre depósitos y préstamos. Una característica importante de esta etapa es que la mayoría de las solicitudes de préstamo que se consideran solventes se cumplirán, independientemente de la voluntad de las autoridades monetarias, la disponibilidad de financiamiento para la inversión o cualquier otro factor, ya que el otorgamiento de préstamos se ha convertido casi exclusivamente en un fenómeno de mercado, que depende del costo los fondos y las expectativas de banqueros.

La sexta etapa se caracteriza por la aparición de la *titulización* de la cartera de activos, que consiste en estructurar paquetes con estas carteras de activos mediante innovaciones financieras, para comercializarlos entre los inversionistas finales; estando asegurados dichos paquetes por los mismos activos. Estos nuevos productos representan un cambio radical de la forma tradicional de realizar los préstamos y hacerse de liquidez. Respecto a esto último, la *titulización* de las carteras de activos puede verse como un desarrollo lógico de la caída de la liquidez que se registra a lo largo de las primeras cinco etapas.

El “empaquetamiento” y comercialización de la cartera de activos resultó ser más rentable para los bancos que la tenencia de valores gubernamentales que anteriormente jugaron un papel importante en los planes de contingencia de los bancos, ya que estos valores reducían la vulnerabilidad cuando dependían completamente de la entidad prestamista de último recurso.

El “brote” de la competencia en la década de 1970, y más concretamente en la década de 1980, produjo la homogeneización de la función entre los intermediarios financieros, lo que permitió que los pasivos de las sociedades se convirtieran en medios de pago. Bajo este contexto, la *titulización* de la cartera de activos elevó la rentabilidad y liquidez del sistema bancario, pero de la misma forma se incrementó el riesgo sistémico, ya que este tipo de operaciones permite, por un lado, que los bancos eliminen de sus hojas de balance el riesgo de no pago que generaron y, por el otro, que generen liquidez con la colocación de los paquetes de activos entre los inversionistas finales. Convirtiéndose estos últimos, en los distribuidores del riesgo en el sistema financiero nacional e internacional. Esto es a lo que se le ha denominado finanzas estructuradas, que implica, generar y distribuir el riesgo moral al resto del sistema financiero a nivel mundial.

Considerando que el primer trabajo sobre la evolución histórica del sistema bancario de Victoria Chick fue escrito en 1986, y otro sobre el mismo tema data de 1993, esta autora plantea en este último artículo una visión a futuro correspondiente a la séptima etapa cuyos elementos centrales serían las innovaciones financieras, el papel de las instituciones financieras no bancarias, la generación y distribución del riesgo, el papel de los bancos centrales, la regulación prudencial, y la inestabilidad y crisis financieras. Así, como la separación de la valuación de riesgos de los grupos financieros, para recaer en la responsabilidad casi exclusiva de las agencias calificadoras. Este es un cambio fundamental en la gestación de esta nueva etapa.

6. Las innovaciones tecnológicas en el sistema financiero: Consolidación del carácter endógeno del dinero e incremento de la liquidez

La creciente complejidad de la estructura financiera debido a la participación de nuevos agentes y/o a una participación más activa de los agentes que ya participaban en él, como los gobiernos en su papel de agentes de refinanciamiento para instituciones financieras, inversionistas institucionales, intermediarios financieros no bancarios (*Non banks*), ha inducido cambios radicales en la estructura y funcionamiento de los sistemas financieros a nivel internacional. A ello hay que sumarle los cambios inducidos por las políticas de desregulación y liberalización financieras; de tal forma que, los sistemas financieros locales y el sistema financiero internacional conservan pocas características de los sistemas financieros regulados, en particular el sistema bancario, que prevalecieron hasta mediados de la década de los setenta del siglo XX.

Incluso, la función básica de intermediación financiera ha registrado un cambio radical; no obstante esto, el nivel de ganancia sigue siendo el factor determinante de las operaciones financieras en general, y de las operaciones bancarias en particular.

En la nueva estructura financiera, el consumo de las familias (hoy en día no sólo de bienes duraderos y adquisición de vivienda, sino también de bienes de consumo inmediato), dada su capacidad de préstamos bancarios, se ha convertido en una variable clave en la determinación del volumen de las ganancias de los bancos. Asimismo, los gobiernos con sus grandes deudas flotantes y elevados montos de financiamiento en los mercados de capitales, las operaciones internacionales de los grandes conglomerados financieros, el reforzamiento y expansión de los vínculos de los grandes consorcios industriales y comerciales con el sector financiero y las operaciones de los inversionistas institucionales han inyectado un dinamismo extraordinario al sistema financiero internacional.

Este dinamismo no puede ser representado en un modelo básico, donde el beneficio agregado de cada periodo es igual a la inversión agregada, y donde el consumo sólo está determinado por los receptores de ganancias, rentas y salarios. Incluso, un modelo donde los beneficios agregados son iguales a la inversión agregada más el déficit público no es suficiente para representar la complejidad de la estructura actual de la economía capitalista monetaria de producción.

Los cambios en el marco institucional normativo que venían rigiendo a los sistemas financieros locales hasta mediados de la década de los setenta, así como la integración de los sistemas financieros locales a los mercados financieros internacionales han inducido cambios importantes en el ciclo económico tanto en sus determinantes como en la amplitud de las fases del mismo (expansión, recesión). De tal forma que, la tendencia natural a la inestabilidad, esto es, inherente al propio desarrollo del capitalismo, se ha tratado de compensar mediante cambios institucionales y decisiones políticas de los gobiernos. Sin embargo, estas medidas en lugar de reducir la inestabilidad la han propiciado y reproducido; ello explica que cada ciclo económico sea diferente y, por lo tanto, que la inestabilidad financiera también vaya tomando características estructurales.

CAPITULO II

LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS Y LA INESTABILIDAD FINANCIERA PROPICIADA

Las transformaciones que ya venían registrando los sistemas financieros locales desde la primera mitad de la década de los setenta, como la conformación de la banca múltiple, misma que posteriormente se convierte en banca universal, se profundizan y aceleran con la instrumentación de políticas de desregulación y liberalización financiera, que da origen a la integración de los mercados financieros locales. Con ello, también se profundiza la inestabilidad financiera inherente a las economías capitalistas analizada por Minsky; a ello se suman los efectos de las innovaciones tecnológicas en el mercado financiero sobre la generación de liquidez, ya que éstas hicieron posible la realización de operaciones financieras virtuales de alto valor en tiempo real fuera de las fronteras nacionales. En el mismo sentido actuaron los nuevos instrumentos y servicios de cobertura, al alentar operaciones especulativas y de alto riesgo. La conjunción de estos factores y el surgimiento de nuevos y/o más agentes financieros, como los inversionistas institucionales y nuevos intermediarios financieros no bancarios, transformaron radicalmente la estructura de los mercados financieros internacionales.

1. El proceso de innovación financiera y el riesgo de crédito

La innovación financiera ha estado presente en el desarrollo económico y en la formación de los mercados. Esto ha sido analizado por Chick (1986) en su trabajo sobre las etapas del desarrollo histórico de la banca. De acuerdo con Toporowski (2011), las innovaciones financieras son un proceso que ha transitado por tres etapas, y a cada una le corresponden diferentes tipos de innovaciones. En la primera etapa, las sociedades que tienen dinero y riqueza, en donde ésta se distribuye de manera inequitativa, pues su buena distribución desincentiva a la innovación financiera porque desalienta la acumulación de la riqueza.

El dinero puede usarse para comprar bienes y servicios, pero la riqueza se disfruta o se aplica de forma productiva.

Esta característica de la riqueza da paso a las primeras innovaciones financieras; esto es, al desarrollo de nuevas formas de dinero³.

La segunda fase del proceso de innovación financiera se inicia en la segunda mitad del siglo XVIII, esta sería la etapa más importante de la innovación crediticia en la historia reciente, pues la construcción de la moderna infraestructura y la producción capitalista en gran escala exigieron altos volúmenes de financiamiento. “El crédito requerido para financiar ambas excedía por mucho el crédito que los comerciantes podían girar para financiar los costos de carga y transporte. De ahí el surgimiento de bonos y acciones, en particular desde la segunda mitad del siglo XIX, después de que en la mayoría de los países se aprobaron las Leyes de Compañías que facilitaron el establecimiento de empresas que podían emitir acciones y valores” (Toporowski, 2011:163).

En esta etapa las acciones y bonos de empresas pasaron a constituir una clase particular de riqueza, los activos financieros, existentes desde el siglo XVII⁴. Según Toporowski (2011), el hecho de que los activos financieros fueran tan fáciles de negociar, incentivó una gran innovación crediticia.

³ Un ejemplo de estas innovaciones se dieron en el auge del imperio romano, cuando los terratenientes tuvieron que pedir prestado para mantener su estilo de vida en Roma, o para superar dificultades financieras cuando bajaban los precios agrícolas. Esta necesidad de préstamos dio paso, quizás a la primera innovación financiera: la hipoteca, un préstamo seguro sobre la tierra, que se desarrolló para aliviar la situación de los terratenientes. Este arreglo crediticio dio paso al mercado de bienes raíces, debido a que se podía comprar sin tener que ahorrar previamente (Toporowski, 2011). De la misma forma, en los años treinta del siglo XX, el gobierno colonial de Kenia organizó con efecto similar, bancos de bienes raíces que ofrecían hipotecas para aliviar la situación de los colonizadores europeos, cuyos ingresos se habían reducido al bajar los precios de las materias primas (Chick, 1986).

⁴ En la creación de los activos financieros los gobiernos fueron pioneros siglos antes, cuando necesitaron pedir prestado, por lo general para sufragar los costos de las guerras; asimismo, desde la época medieval, reyes y príncipes pedían dinero prestado a los bancos e incluso a particulares. Cabe señalar que en siglo XVII, también se desarrolló un nuevo instrumento denominado *anualidades*, que se vendían a individuos que pagaban para recibir un ingreso por el tiempo de vida de un individuo específico. Las *anualidades* eran demandas sobre los gobiernos, pero eran difíciles de valorar debido a que dependían de la expectativa de vida del beneficiario. En cambio, los bonos tenían un valor de reembolso y un plazo específicos; estas características hacían fácil su negociación.

Un ejemplo de ello fue el esquema de John Law en las primeras décadas del siglo XVIII, que permitió que el crédito bancario financiara la compra de acciones en su Compañía Francesa del Mississippi, y en su similar británica, la Compañía del Mar del Sur (Ferguson, 2009). Asimismo, dicho esquema fue el antecedente de la venta de acciones a los empleados, y las empresas de riesgo fueron el prototipo de la privatización de las compañías estatales que se hicieron comunes después los años ochenta del siglo XX (Toporowski, 2011:164).

Fue precisamente la introducción de los bonos lo que marcaría el inicio de la segunda etapa de innovación financiera. La proliferación de activos financieros a partir de finales del siglo XIX, en forma de acciones, préstamo de acciones, obligaciones sin garantía, acciones preferentes, etc., crearon las condiciones para el desarrollo de nuevas innovaciones financieras. Bajo este marco, se desarrolló la práctica bancaria de dar crédito contra valores financieros y contra activos físicos negociables. La posibilidad de pedir prestado contra activos financieros seguros se convirtió en una alternativa de inversión importante para individuos ricos dispuestos a mantener activos financieros de largo plazo. Pedir prestado contra ellos permitió a sus propietarios convertir esos activos, de manera temporal, en crédito, sin tener que esperar a que los bonos fueran reembolsados, o encontrar a alguien que los comprara. Sin embargo, estas operaciones bancarias, por un lado, debilitaban eventualmente al patrón oro, cuando el crédito se expandía hasta exceder por un amplio margen las reservas de oro en las que supuestamente el sistema financiero era capaz de convertir ese crédito y, por el otro, generaba inestabilidad en esos mercados, debido a que toda demanda creciente por un activo que provocara una elevación de su precio, era seguida de una solicitud de préstamo para comprar ese activo con el propósito de obtener un beneficio especulativo en la medida en que subiera su valor. De tal forma que, la compra adicional hacía que el precio del activo se elevara aún más; si el precio de un activo caía, los prestamistas veían reducirse la calidad de su colateral.

En consecuencia, un préstamo respaldado con un activo financiero era menos probable que fuera cubierto por el valor de ese activo; así que los bancos demandaban más colateral, elevaban las tasas de interés o demandaban el reembolso de los préstamos. Esto tendía a causar ventas de activos, que hacían caer aún más sus precios.

A medida que los precios de los activos se volvieron más inestables, surgió la tercera etapa de innovación financiera con la aparición de los derivados financieros; éstos incluyen contratos de diferencia (compromisos para pagar la diferencia entre un precio especificado en el contrato, llamado precio del ejercicio (*strike*)⁵ y el precio de mercado, en un momento dado en el futuro, o en un periodo dado), compromisos formales de comprar o vender el activo a un precio fijo en el futuro, contratos de compra o de venta (*call* o *put*)⁶, como se llaman en el negocio de futuros. Este tipo de contratos en la forma de acuerdos incidentales entre individuos estuvieron presentes en la Burbuja del Mar del Sur que se registró en las primeras décadas del siglo XVIII. Pero, será hasta la segunda mitad del siglo XIX, cuando las operaciones con derivados se incrementarían como resultado de la expansión de los mercados de activos financieros. Conduciendo así, a la aparición de mercados en los que se podían comprar y vender contratos *call* y *put*. Una vez que se establecieron los mercados en derivados financieros, esos derivados se convirtieron por derecho propio, en activos financieros; aunque para ese entonces todavía eran mercados débiles.

La segunda etapa de innovación financiera toma mayor dinamismo con la Gran Depresión de los años treinta del siglo XX y con la Segunda Guerra Mundial.

⁵ El precio de ejercicio, *Strike Price*, es aquél precio al que el comprador de una opción de compra (*call*) o de venta (*put*) puede decidir ejercer sus derechos para la compra o venta del contrato de futuros subyacente.

⁶ Una opción de compra (*call option*) es el contrato que da a su poseedor el derecho a comprar una determinada cantidad de activos a un precio y en una fecha específicos. Una opción de venta (*put option*) es un contrato que otorga a su poseedor el derecho a vender una determinada cantidad de activos a un precio y en una fecha específicos.

La primera paralizó las actividades financieras, en tanto que el financiamiento de la guerra obligó, por un lado, a los gobiernos en guerra a aplicar estrictos controles al crédito, y por el otro, se saturó a los mercados financieros con deuda gubernamental, lo que exigía una vigilancia muy estrecha. Nuevamente, la innovación o expansión monetaria condujo a más innovación financiera con el aumento de saldos no regulados de eurodólares en los bancos de Londres y Singapur. Esto se convirtió en una fuente de desestabilización de los mercados de activos, en particular de los mercados cambiarios, los cuales estaban a cargo de los bancos centrales, quienes debían sujetarse a los acuerdos de Bretton Woods en el sentido de mantener fijo el precio del dólar de EUA.

La tercera etapa de innovación financiera se inicia precisamente con la reacción de los mercados del eurodólar a esta situación surgida a principios de la década de los setenta, que consistió en una amplia variedad de nuevos instrumentos financieros, que iban desde préstamos sindicados en donde participaban varios bancos privados hasta bonos y valores en euromonedas. El incremento de futuros y derivados financieros condujeron, finalmente al colapso del debilitado sistema de Bretton Woods, con la consiguiente inestabilidad de los tipos de cambio. En este contexto, Friedman, entonces consultor del *Chicago Mercantile Exchange*, afirma que tenía interés en desarrollar un mercado no regulado de divisas, adoptó una posición a favor de la liberalización financiera y la licencia para negociar nuevos instrumentos⁷.

⁷ Este argumento de Friedman ya había sido planteado en 1890 por los defensores de los contratos de derivados. En ese año se dio un fuerte debate entre economistas, banqueros y quienes toman las decisiones de política económica sobre la conveniencia de regular los derivados financieros. Los defensores de la innovación financiera y las empresas financieras que vendieron este tipo de instrumentos argumentaron que a cambio de honorarios relativamente modestos, los derivados proporcionaban un servicio público al ofrecer a las empresas industriales y comerciales y a los inversionistas profesionales una forma de fijar los precios de varios activos, incluyendo materias primas industriales y agrícolas. De esta forma, proporcionaban certeza en un mundo incierto (S. & K. Aaronovitch, 1947). Se sostenía que mientras más derivados tuvieran las personas, sus vidas serían financieramente más estables; y que cualquier pérdida que hubiera sobre los contratos de derivados ello sería resultado de un manejo inadecuado, ya que con la asesoría correcta de expertos en los mercados, los derivados serían benéficos. En otras, palabras, los defensores presentaban a los derivados como una forma de seguros. Por su parte, los opositores a los contratos de derivados sostuvieron el argumento de que este tipo de instrumentos solo era una forma más sofisticada de apostar; por tanto, para mantener finanzas sólidas de

En ese sentido, Friedman argumentaba que la inestabilidad de los activos convergería a un equilibrio estable y afirmaba que los derivados financieros eran una protección útil contra la inestabilidad financiera.

Cuando la inestabilidad económica y financiera arreció hacia finales de la década de los setenta, los monetaristas reforzaron su posición a favor de los contratos de derivados en particular, y de la desregulación financiera en general. Al mismo tiempo que presionaron para que se instrumentaran políticas monetarias para eliminar la inestabilidad de precios, con la consiguiente desestabilización de las tasas de interés. Así, a las opciones de acciones y a los futuros sobre tipos de cambio se sumaron los futuros sobre tasas de interés. En la década de los 1980 y 1990, las innovaciones financieras mantuvieron su dinamismo con la introducción de nuevos instrumentos vinculados a los valores de los portafolios de acciones, así como la conversión de un tipo de instrumento de deuda (como los préstamos bancarios) en obligaciones de deuda con colateral. Este proceso se le denominó titulización o titularización (*securitisation*). Cuando la inestabilidad empezó a afectar a los propios bancos, aparecieron nuevos instrumentos de seguro crediticio, las permutas contra el incumplimiento de pago (CDS, por sus siglas en inglés, *Credit Default Swaps*).

Los promotores y defensores de estas innovaciones argumentaban que su función era el “manejo del riesgo”, esto es, la eliminación de la inestabilidad en el valor de los activos. La crisis del sector hipotecario subprime de los EUA hizo evidente que dichos instrumentos fueron mecanismos para transferir los riesgos a todo el mercado, no para eliminarlos.

particulares y empresas los derivados debían ser controlados. Afirmaban que, como cualquier tipo de apuesta, este tipo de contratos debían ser estrictamente controlados.

El incremento de las operaciones con derivados permitió, en la misma magnitud, traspasar el riesgo de crédito que generaron los bancos a los inversionistas finales que compraron paquetes de obligaciones de deuda con colateral.

En otras palabras, estos inversionistas estaban asumiendo las pérdidas potenciales que implica la expansión del crédito a prestatarios de dudosa solvencia económica.

2. La inestabilidad financiera propiciada: El incremento de la liquidez y la titulación de las carteras de activos

Con la desregulación y liberalización financiera se superaron las limitaciones que implicaban las fronteras nacionales entre países, pues la libre movilidad del capital se hizo realidad. Pero con ello también se redujo la capacidad y el margen de acción de la autoridad monetaria para diseñar y operar la política monetaria. En el mismo sentido actuaron las innovaciones tecnológicas, pues en ausencia de mecanismos de supervisión y control, los intermediarios financieros bancarios y no bancario, así como los agentes bursátiles, introdujeron nuevos instrumentos y servicios, como los productos derivados, que permitirán a los inversionistas especulativos cubrirse del riesgo que dichas operaciones implican, pero que generaban altos rendimientos en un ambiente de alta liquidez en los mercados financieros internacionales.

Este dinamismo de los mercados financieros internacionales al estimular la entrada de nuevas instituciones y agentes, como los intermediarios financieros no bancarios y los inversionistas institucionales, al mismo tiempo alimentaba las innovaciones tecnológicas en los mercados financieros. De esta forma, la vieja estructura financiera regulada sufrió cambios radicales, donde las fronteras entre las actividades bancarias y bursátiles casi se borraron, y los inversionistas institucionales determinaban la dinámica de los mercados bursátiles (Clerc, 2008). Por el otro lado, a medida que avanzaba el proceso de liberalización de los sistemas financieros locales la función tradicional de financiamiento a las actividades

productivas se debilitaba, en tanto que las operaciones especulativas aumentaban. Esto último, fomentado por las prácticas de bursatilización o *titulización* de las carteras de activos.

En consecuencia, las crisis financieras sistémicas de la década de los años noventa: Tequila en México (1994), del sudeste asiático (1997) y Rusia (1998), son las primeras crisis propiciadas por inestabilidad financiera que generaron las políticas de desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales. En este sentido, podemos afirmar que dichas crisis fueron el resultado de la combinación de tres factores: 1) el proceso de liberación y desregulación; 2) la innovación financiera; y 3) la bursatilización o titulización de las carteras de activos y pasivos de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios.

2.1. Colateralización de las carteras de activos: Creación y eliminación del riesgo de crédito

Hacia finales de la década de los setenta del siglo XX, el sistema financiero internacional mostraba cambios radicales en relación con la estructura financiera regulada que prevaleció hasta los primeros años de dicha década, la cual fue el punto de partida del análisis de Minsky que daría origen a la hipótesis de la inestabilidad financiera endógena. En consecuencia, las aportaciones de Minsky deben ser revisadas a la luz de estos cambios, para explicar las características y el origen de la inestabilidad financiera sistémica que se viene presentando desde la década de los noventa del siglo XX, y más concretamente la crisis del sector hipotecario *subprime*⁸ de los Estados Unidos de Norteamérica, cuyas consecuencias negativas prevalecen en la actualidad (Kregel 2008, 2010; Nersisyan-Wray, 2010; Vercelli, 2009).

⁸ El término *subprime* hace referencia a una calidad “B” de los títulos que se emiten. En el caso de los créditos hipotecarios, se refiere a aquellos créditos que se otorgan a personas sin historial crediticio, con alto nivel de riesgo en el incumplimiento de pago. Por lo general, se trata de personas ubicadas en sectores de la población que no tienen acceso a servicios financieros, denominados como “desbancarizados”.

De acuerdo con Minsky, la decisión del banco de otorgar un crédito se basaba en la revisión del historial crediticio del cliente; esto es, dependía de su comportamiento de pagos en el pasado, más que del flujo de efectivo futuro. Ello implica mirar hacia atrás más que hacia delante. De ahí que en las etapas de auge del ciclo económico los banqueros expidieran el crédito, pues la bonanzas en sí misma, más que cualquier cambio en la evaluación de los acreedores, valida el financiamiento de proyectos de inversión riesgosos. En este contexto, el banco determinaba sus márgenes de seguridad, es decir, partiendo del historial crediticio de sus clientes.

Para el banquero, la capacidad de sus clientes para cumplir con sus compromisos financieros, pago de intereses y capital, estaba vinculada directamente con su comportamiento financiero pasado. Este comportamiento se asemeja a una distribución de frecuencia del éxito y del fracaso, donde la media tiende a concentrarse en la probabilidad de éxito, considerando dos desviaciones estándar del margen de seguridad que representa una diferencia absoluta declinante entre la entrada y la salida de efectivo. Ello es así, debido a que en la fase expansiva del ciclo económico los bancos incrementaban el crédito en respuesta a que los inversionistas estaban dispuestos a emprender proyectos más riesgosos, y a que el mismo incremento de la actividad económica valida las deudas, dado que los flujos de efectivo estaban asegurados. En consecuencia, el éxito de los proyectos de inversión y, por ende, el cumplimiento de los compromisos financieros, no era resultado del conocimiento de un empresario o clientes del banco, sino de la misma expansión económica.

Siguiendo el razonamiento de Minsky, la reducción de los márgenes de seguridad por parte de los bancos comerciales a partir de la década de los noventa del siglo XX, es resultado, por un lado, del exceso de endeudamiento, sobreinversión y concentración del riesgo, y por el otro, del método usado para evaluar el riesgo. En el primer caso, es evidente que los bancos dejados a las

libres fuerzas del mercado, expandieron el crédito de forma irresponsable al incorporar prestatarios de dudosa o baja solvencia económica.

Respecto al cálculo del riesgo del deudor, los bancos adoptaron el método propuesto por J.P. Morgan en 1994, basado en el cálculo del “valor en riesgo” (VaR), mismo que se convirtió en el método utilizado a nivel internacional. En términos generales, el VaR⁹ consiste en calcular la pérdida potencial máxima que se puede sufrir en una posición de riesgo, dado un nivel de confianza elevado (usualmente 95 o 99 por ciento), en un determinado período de tiempo.

Este método deja de lado el historial de crédito del prestatario, solo considera el riesgo del no pago del crédito para determinar el préstamo. Lo anterior no significa que las crisis financieras de los años noventa y la crisis hipotecaria *subprime* no contengan elementos de la hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky; por el contrario, es claro que en ambas crisis estuvo presente tanto el endeudamiento tipo *Ponzi* como la reducción de los márgenes de seguridad. No obstante ello, es necesario reconocer que estas condiciones se produjeron por un proceso muy diferente al descrito por Minsky en la década de los setenta. Después de la caída de los ingresos de los bancos comerciales en los Estados Unidos de Norteamérica en los años ochenta del siglo XX, las regulaciones sobre depósitos y préstamos bancarios de corto plazo fueron relajadas con el propósito de ampliar las actividades en el mercado de capitales; en particular, permitir la participación en este mercado de intermediarios financieros bancarios y no bancarios que antes tenían prohibido participar en dicho mercado, así como estimular la creación de nuevos agentes para participar en el mercado de capitales.

⁹ J.P. Morgan elaboró un documento técnico denominado *Creditmetrics*; en él presenta un método similar al del valor en riesgo para cuantificar la probabilidad de pago o de incumplimiento de un crédito, esto es, el riesgo de crédito. En otras palabras, se trataba de un estimado de pérdidas esperadas por riesgo crediticio. Se suponía que dicha cuantificación permitiría a las instituciones financieras crear reservas preventivas de pérdidas derivadas de incumplimientos de contrapartes o de problemas con el colateral.

El relajamiento del marco regulatorio permitió a las compañías de valores y de seguros adquirir instituciones de depósito y “unidades de ahorro”. En consecuencia, la estructura del sistema bancario que originó las crisis de los años noventa y la crisis hipotecaria de 2007-2009, ya no se dedicaba fundamentalmente al financiamiento de la actividad productiva, ni sus ingresos provenían principalmente de los márgenes de interés neto. Por el contrario, la operación de la nueva estructura bancaria dependía de su capacidad para producir ingresos mediante tarifas y comisiones. Al respecto, cabe señalar que la introducción en 1989, de las normas de capital mínimo de Basilea alentó a los bancos a continuar aumentando sus ingresos por tarifas y comisiones, al permitirles llevar el crédito a filiales no relacionadas y fuera de sus hojas de balance.

Este mecanismo condujo a una nueva forma de operación bancaria conocidas como “originar liquidez (crédito) y distribuir riesgo”. Los bancos en su búsqueda por maximizar sus ingresos por tarifas y comisiones, se dedicaron a expandir el crédito a prestatarios de dudosa o nula solvencia económica, mismos que se administraban en estructuras de activos fuera de sus hojas de balance. Posteriormente, se suscribía la distribución primaria de títulos *colateralizados* con las carteras de activos que habían creado los bancos. Así, los bancos se deshacían de los activos de altos riesgo que había otorgado a agentes de baja solvencia económica. Este fue el caso de la *titulización* de la cartera de crédito hipotecario *subprime*; en otras palabras, los bancos crearon el riesgo y después lo distribuyeron entre los inversionistas finales que invertían en los “paquetes” de carteras de crédito, trasladando así, el riesgo a estos inversionistas.

Es obvio que bajo un sistema financiero desregulado que permite al banquero deshacerse del riesgo, éste no tiene interés en la evaluación del crédito, puesto que los intereses y el principal de los préstamos serán pagados a los compradores finales de los activos *colateralizados*.

En consecuencia, el deterioro en los márgenes de seguridad en la fase expansiva del ciclo económico, que de acuerdo con Minsky, es provocado por la flexibilidad de los requisitos por parte de los bancos, debido a que la bonanza por sí misma valida las deudas, no explica las crisis de la era de la desregulación y liberalización financiera. Bajo la nueva estructura y funcionamiento del mercado bancario, lo importante para los bancos es desarrollar, mediante innovaciones financieras, su capacidad para vender los activos que originaron, ya que de ello dependen sus ingresos por tarifa o comisión. Entonces, para los bancos la retención de los activos que generaron en su balance de préstamos y por los cuales obtienen una ganancia determinada por el margen de interés neto, pasa a segundo plano. Además, dado el alto riesgo de no pago de los mismos, los bancos buscarán deshacerse de ellos lo más pronto posible.

2.2. La función de las agencias calificadoras: Cuantificación del margen de seguridad y del riesgo del crédito.

La agencias calificadoras cumplieron una función clave en la cuantificación del riesgo del crédito y, en consecuencia, en el margen de seguridad que los bancos debían mantener, pues la magnitud de este dependía de la evaluación del riesgo de no pago del crédito por parte del prestatario. Éste era el resultado de la probabilidad estadística de la tasa de prepago y de la tasa de impago de las hipotecas *subprime* subyacentes. Inicialmente, las agencias calificadoras aplicaron los modelos que los bancos venían utilizando; sin embargo, posteriormente éstas desarrollaron sus propias técnicas estadísticas que no consideraban algunos elementos de las técnicas implementadas por los bancos.

Después del colapso de la burbuja de las empresas *punto com* en 2001, el precio de las casas continuaba en ascenso, en tanto que las tasas de interés hipotecarias continuaban descendiendo a pesar del incremento de la tasa de interés de los fondos federales. Provocado esto último, por el cambio eventual en la política del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica, pues generalmente las tasas hipotecarias se determinan en relación

a las tasas de interés de los títulos del Tesoro estadounidense a 10 años, pero éstas se fueron reduciendo desde finales de la década de los noventa. Así que, la curva de rendimiento de estos títulos perdió atractivo frente a los mayores rendimientos que devengaban otros instrumentos, como los paquetes de activos *colateralizados*. Bajo estas condiciones, los elevados rendimientos de los préstamos *subprime colateralizados* condujo a la erosión del colchón de seguridad a medida que declinaban la sobre-*colateralización* de los títulos de clase superior o menos riesgosos. Al respecto, debe señalarse que las agencias calificadoras aplicaron métodos estadísticos para diseñar paquetes de inversión que estuvieran compuestos por combinaciones de carteras de activos hipotecarios *subprime* y carteras superiores, de bajo o nulo riesgo de impago estas últimas. De esta forma, colocaron en el mercado paquetes *colateralizados* con calificaciones elevadas, pues el método estadístico arrojaba un bajo riesgo. Sin embargo, a medida que los activos *subprime* empezaron a tener problemas de pagos, los rendimientos que generaba la parte de activos de bajo riesgo fueron insuficientes para mantener el nivel de rendimiento del “paquete”.

La reducción del margen de seguridad fue provocado tanto por el incremento de los rendimientos de los tenedores subyacentes de las hipotecas, como por la continua expansión del mercado de casas, el cual superó el incremento de las tasas de impago al mismo tiempo que las hipotecas de tasa ajustable no habían llegado todavía a sus fechas de cambio. En otras palabras, la reducción del margen de seguridad de los bancos fue el resultado del proceso de “originar y distribuir riesgo”. Este proceso se conforma de dos fases. En la primera, los bancos expanden el crédito en general, pero la expansión del crédito hipotecario se extendió hasta prestatarios de baja o nula solvencia. En la segunda etapa los bancos “empaquetaron” estas carteras de activos para titularlas, las cuales se pondrían a disposición de los inversionistas finales.

En esta última etapa se registran tres operaciones simultáneas: a) con la titulización los activos que generó el banco se mantenían fuera de su hoja de balance, b) una vez que los inversionistas finales realizaban inversiones en estos “paquetes” colateralizados, el banco obtenía liquidez para seguir expandiendo el crédito, y c) con la titulización de la cartera de activos el banco eliminaba el riesgo de crédito que había generado, al otorgar crédito hipotecario a prestatarios de baja y dudosa solvencia económica.

Cabe señalar que los bancos también fueron compradores de hipotecas originadas por corredurías hipotecarias independientes y otros intermediarios financieros no bancarios, y muchos de estos intermediarios también realizaron su propia titulación. Para los bancos la importancia del proceso de titulización o estructuración de su cartera de activos (“finanzas estructuradas”, como también se le conoce) no radicaba sólo en la liberación de capital en el momento en que las hipotecas eran transferidas a estructuras financieras que quedaban fuera de sus hojas de balance, sino también en las elevadas y diversas comisiones que cobraba como: originadores y suscriptores de los préstamos, administradores de las Entidades con Propósito Especial (SPE por sus siglas en inglés, *Special Purpose Entities*)¹⁰ y por el servicio de los préstamos, que frecuentemente también se titularizan.

En este contexto, ¿cómo actuaron los colchones de seguridad? En la medida que las agencias calificadoras sobre-*colateralizaron* los activos estructurados minimizaban los riesgos de impago del crédito. Con base en ello, los bancos redujeron al mínimo los márgenes de seguridad, en tanto que las agencias calificadoras percibían mayores comisiones por otorgar elevadas calificaciones a los “paquetes” de carteras de activos. De hecho, estas agencias solo recibían sus comisiones completas si aprobaban la calificación de AAA a estas transacciones.

¹⁰ Estas entidades son instituciones financieras independientes que emiten sus propios pasivos, con el propósito de adquirir activos originados por los bancos. De ahí su nombre de Entidades con un Propósito Especial.

Las agencias calificadoras también fueron responsables de las calificaciones que otorgaban las aseguradoras a las carteras de activos *colateralizados*, las cuales por lo general preveían el mejoramiento crediticio. Se ha sugerido que fueron las mismas agencias calificadoras de crédito quienes urgieron a las aseguradoras a que tomaran más seguros sobre títulos estructurados, si querían aumentar sus ingresos. Además, este era un requisito para que las aseguradoras mantuvieran su calificación de AAA, que se supone es la calificación para que su operación sea exitosa.

Por otro lado, los *swaps*¹¹ de impago de crédito (CDS por sus siglas en inglés, *Credit Default Swap*) fueron también usados como garantías para mejorar el crédito. Un CDS es similar a una garantía de una aseguradora de bonos *monoline*, el cual consiste en que el comprador de la protección paga un cargo fijo o un premio al vendedor de protección por un periodo de tiempo, si el impago ocurre el vendedor de la protección paga una compensación por la que el comprador de protección compró el activo protegido a su precio de emisión. La diferencia básica es que los contratos no están regulados, ellos no son intercambiados en mercados organizados. Por tanto, tienen una menor evaluación del riesgo de contraparte, que es la capacidad del vendedor de realmente proteger al comprador de la pérdida por impago. Desde 2005, se cuestionó este mecanismo de pago de estos contratos, y se señaló el elevado riesgo de los mismos, debido a que en el caso de un elevado número de estos aseguramientos la protección de crédito vendida excedía los títulos protegidos. Dado que el pago de los contratos usualmente requiere entregar el activo impago, si los contratos de *swaps* vigentes exceden los bonos que están disponibles para la entrega, los compradores de contratos de *swaps* se enfrentarían a problemas.

¹¹ El swap se define como un contrato privado, en el que las partes se comprometen a intercambiar flujos financieros en fechas posteriores (recordemos que estamos hablando de futuros), siendo éstas fechas especificadas al momento de la celebración del contrato.

3. Las finanzas estructuradas y la inestabilidad financiera propiciada: desregulación financiera e innovaciones tecnológicas

Algunos estudiosos retomando el análisis de flujos de ingresos y compromisos de pago de las empresas de Minsky, llegaron a la conclusión de que la crisis del mercado hipotecario subprime estadounidense era el resultado de la inestabilidad financiera que genera la reducción del margen de seguridad bancario durante la etapa expansiva del ciclo económico. Ello los condujo a calificar a dicha crisis como un “momento Minsky”. Si bien las “finanzas estructuradas” que surgieron del proceso de *titulización* de las carteras de activos hipotecarios eran intrínsecamente frágiles desde su creación y, por lo tanto, condenadas de antemano a generar inestabilidad financiera y una crisis del tipo Minsky, ello no significa que su origen se ubique en un proceso Minsky de aumento en la fragilidad financiera endógena, esto es, inherente a la etapa expansiva del ciclo económico. Por el contrario, dicha crisis tiene su origen y, por tanto, fue propiciada, por un esquema *Ponzi* pre-programado que se sostenía en la expansión de créditos hipotecarios altamente riesgosos, que alimentaron un sistema de finanzas estructuradas que tenían como colateral dichos créditos (Kregel 2008).

3.1. El esquema Ponzi pre-programado y la eliminación de los márgenes de seguridad

Como vimos en el Capítulo I de este trabajo, en las economías capitalistas durante los periodos de auge se genera una expansión del crédito, porque los banqueros relajaban sus requisitos para otorgar éste, pues el auge genera expectativas optimista que relajan la confianza tanto en los banqueros como en los inversionistas. Además, la expansión de la actividad económica valida las deudas. Pero, cuando el ciclo expansivo empieza a declinar, se registran cambios en la preferencia por la liquidez que conduce a los bancos a contraer el crédito.

Ello provoca problemas de liquidez a las empresas, que ante la caída de la demanda efectiva y, por ende, la contracción de sus flujos de ingresos, se ve impedida de cumplir con sus compromisos financieros. Esta situación provocaba la disminución de los márgenes de seguridad de los bancos (López, 2008: 125-126).

Los bancos están conscientes de la posibilidad de que se presente el riesgo de impago de los créditos; de ahí que realicen una estimación de este riesgo que sirve de base para la conformación del margen de seguridad. Este margen le permite al prestamista manejar el error en los cálculos sobre los proyectos de inversión. De acuerdo con este razonamiento, la inestabilidad que dio origen a la crisis financiera del sector hipotecario *subprime* estadounidense no parece ser el resultado de un proceso de inestabilidad endógena *minskiano*, en el cual la reducción de los márgenes de seguridad condujo a la crisis. El marco analítico construido por Minsky es un punto de partida necesario para entender tanto la inestabilidad, como las crisis financieras que se han registrado desde la década de los noventa del siglo XX en general, y la crisis del sector hipotecario de los Estados Unidos en particular. No obstante, también es importante identificar los nuevos elementos presentes en dicha crisis: como la titulización de las carteras de activos, que adquirió elevadas proporciones y un fuerte dinamismo. Al respecto, recordemos que el capitalismo de los primeros años de la primera década del Siglo XXI, ha registrado transformaciones radicales comparadas con el capitalismo prevaleciente en la década de los setenta, que fue el marco de referencia del análisis de Minsky.

Al respecto, Vercelli (2009) retoma la historia de los “cisnes negros” para explicar que las crisis son más bien como un cisne gris, porque son cíclicamente recurrentes. De ello se desprende que es necesario construir teorías que permitan predecir bajo qué condiciones y circunstancias este cisne gris se tornará negro¹².

¹² Generalmente, esta historia se comenta para indicar la baja probabilidad de que suceda un determinado evento. Asimismo, debe señalarse que los cisnes europeos en su juventud son de un color gris oscuro, cuando crecen la mayoría son blancos, aunque pueden convertirse en negros. De ahí lo difícil que es pronosticar cuál es la probabilidad de que uno se convierta en negro.

Según este autor, esta fue la aportación de Minsky al desarrollar su teoría de la inestabilidad financiera endógena, ya que dicha teoría permitió explicar la inestabilidad financiera a partir de la realidad existente en la década de los setenta del siglo XX. Estas aportaciones de Minsky contrastan con la teoría convencional, que parte de supuestos no verificables en la realidad.

En congruencia con lo anterior, debe señalarse que en la crisis del sector hipotecario *subprime* estadounidense los colchones o márgenes de seguridad fueron insuficientes desde el inicio de la expansión del financiamiento bancario al sector hipotecario. Ello fue provocado por el funcionamiento de la nueva estructura del sistema financiero internacional; concretamente fue el resultado de cómo la excesiva confianza crediticia y/o el ocultamiento del riesgo estaba evaluando la estrategia financiera de “originar y distribuir” liquidez y riesgo. Las innovaciones financieras cumplieron una función importante en la reproducción de este esquema de finanzas estructuradas, pues la introducción de nuevos instrumentos y servicios contribuyeron a la configuración de mecanismos financieros muy complejos.

A ello se sumó el papel fundamental que desempeñaron las agencias calificadoras, ya que, como lo comentamos arriba, de ellas dependía el diseño de las combinaciones o mezclas de activos para que dieran calificaciones AAA a los paquetes *colateralizados* que suscribían originalmente los bancos.

En consecuencia, la crisis del sector hipotecario estadounidense, así como sus graves efectos sistémicos a nivel internacional, es resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera que dejaron en total libertad a las instituciones financieras bancarias y no bancarias para evaluar el riesgo. Esta libertad incluye a aquellos agentes que prestan servicios de evaluación y calificación de riesgo a las instituciones financieras en general, como las agencias calificadoras y las aseguradoras de productos financieros.

En este sentido, dicha crisis no es un simple “momento Minsky”, sino el resultado del proceso de liberalización de los sistemas financieros locales, que eliminó todos los mecanismos de control y supervisión de las operaciones bursátiles y bancarias. Esta crisis reveló las fallas o errores (involuntarios o por corrupción) cometidos por las agencias calificadoras, sobre la evaluación de crédito o lo que es lo mismo, la sub-valorización y mal asignación de precios de riesgo.

3.2. Generación y distribución del riesgo de crédito

La desregulación financiera y, la consecuente integración y globalización de los mercados financieros internacionales, afectó las ventajas competitivas de la banca comercial, ya que las ganancias por la actividad crediticia con las grandes empresas se redujeron debido a la presencia de fuentes de financiamiento más baratas, como la emisión de deuda y acciones, en tanto que los gobiernos que fueron los prestatarios más confiables de los bancos, se desplazaron del mercado de créditos al mercado de valores. De tal forma que, la creación de créditos se volvió más onerosa; a ello se sumaron las políticas del Banco Internacional de Pagos (BIS), que impusieron niveles mínimos de requerimientos de capital, de acuerdo con el nivel de riesgos de los activos, siendo los créditos los más riesgosos. Así, los créditos se convierten en activos dentro de la hoja de balance de los bancos, siendo ellos mismos quienes los crean y distribuyen, sacándolos de sus hojas de balance mediante entidades especiales de inversión (*banks non banks*) (Levy, 2009). En otras palabras, los bancos no se hacen responsables de la evaluación de la confianza crediticia de los prestatarios y, por tanto, no asumen el riesgo de impago del crédito que otorgaron bajo dudosas condiciones de solvencia económicas de los prestatarios. Bajo la nueva estructura financiera, las ganancias de las calificadoras de crédito son independientes de sus habilidades y certeza para evaluar el riesgo correctamente.

La crisis del sector hipotecario *subprime* estadounidense mostró que las ganancias de estas agencias estaban relacionadas con la sobreestimación de la confianza crediticia y la subvalorización del riesgo. Esta es una falla estructural grave del sistema financiero actual, ya que una incorrecta asignación de precios al riesgo y la permisibilidad para que los bancos distribuyan el riesgo que ellos generaron entre los inversionistas finales, es una de las principales fuentes generadora de la inestabilidad financiera.

La transformación del negocio tradicional de los bancos comerciales de otorgar financiamiento a las actividades industriales se vio impulsada, por un lado, por el incremento en los costos administrativos de los préstamos a las empresas y, por el otro, por las elevadas ganancias que generaban las comisiones y tarifas. Ello en el contexto de la desregulación e innovaciones financieras, ambas como parte de un mismo procesos que se retroalimenta asimismo, y que otorgó a los bancos comerciales una doble libertad. Por un lado, los bancos tienen la libertad para expandir el crédito a sectores de alto riesgo y, por el otro, se pueden deshacer o eliminar dichos riesgo de sus hojas de balance. El ejercicio de esta doble libertad ha conducido a la disociación entre los bancos y la evaluación del crédito.

El incremento del crédito al consumo e hipotecario y la reducción del crédito a las actividades productivas son un indicador de las transformaciones radicales que ha registrado el sistema financiero en general, y el sector bancario en particular. La expansión del crédito al consumo e hipotecario se explica por los elevados niveles de rentabilidad que éstos generan a los bancos, ya que en ambos casos los ingresos por comisiones están determinados por el volumen del crédito; en el caso del crédito al consumo, es determinante la baja elasticidad que presenta ante variaciones de la tasa de interés, es decir, es altamente probable que un incremento en la tasas de interés no afecte notablemente la demanda de este tipo de crédito.

Por su parte, la función tradicional de intermediación de los bancos ha registrado cambios radicales, pues la función de “captación de depósitos” de los agentes superavitarios para trasladarlos a los agentes deficitarios no implica necesariamente “hacer depósitos”; entendiendo por esto último, las operaciones que hacen las empresas con el propósito de dar servicio a sus compromisos financieros derivados de los préstamos bancarios que recibieron.

Este punto es primordial dentro del ciclo de los negocios, viéndolo desde una perspectiva circuitista (Piégay y Rochon, 2005), dónde el depósito que hacen las empresas para liquidar el crédito es el punto crucial, porque ello significa la destrucción de la deuda. Ahora bien, si los proyectos son mal evaluados y se crean expectativas de retorno de inversión mayores a las que realmente se registran, las empresas transitarán gradualmente de ser empresas solventes hasta llegar a la figura de empresas cubiertas y finalmente al tipo Ponzi; creándose así, un atraso en el ciclo comercial empresarial.

La ausencia de mecanismos viables y realistas que permitan supervisar y regular las transacciones de los bancos comerciales y sus vínculos con el mercado bursátil, ha contribuido a que la actividad de captación de depósitos e intermediación de los mismos, que tiene elevados costos administrativos a pesar de las innovaciones tecnológicas (cajeros automáticos, operaciones por internet, etc.), se debilite ante el auge de las operaciones de los bancos en el mercado bursátil. Muchas de estas operaciones o transacciones no están directamente relacionadas con la actividad de financiamiento a las empresas que tienen como origen un préstamo.

Antes de la desregulación financiera, el otorgamiento de un préstamo implicaba necesariamente “hacer un depósito” una vez que los prestatarios cancelaban sus deudas; es decir, la concesión de un préstamo suponía la creación de un depósito.

Esta era una fuente de liquidez de los bancos determinada por los flujos de ingresos corrientes de las empresas; ello no significa que el volumen de créditos o préstamos bancarios estuvieran limitado por los depósitos bancarios, pues los bancos podían demandar reservas al Banco Central o recurrir al fondeo interbancario o a las innovaciones financieras. En un contexto de desregulación financiera e innovaciones tecnológicas para crear nuevos servicios, productos e instrumentos financieros, los bancos han potenciado su capacidad de generación de liquidez a través de operaciones y transacciones vinculadas a actividades bursátiles especulativas o “finanzas estructuradas”, como la *titulización* de las carteras de activos.

4. La nueva arquitectura financiera y la restauración de mecanismos regulatorios prudenciales: Los retos de la re-regulación financiera

La nueva arquitectura del sistema financiero presenta retos importantes para las autoridades monetarias locales y para los organismos multilaterales monetario-financieros, que consisten en revertir dos transformaciones estructurales de dicho sistema. La primera transformación que debe corregirse consiste en reorientar u obligar a los bancos a financiar a las actividades productivas. Asegurando así, un ritmo de crecimiento estable y sostenido del producto y el empleo.

La segunda transformación que debe revertirse es la titulización de la cartera de activos de los bancos comerciales; en otras palabras, debe evitarse la práctica de “finanzas estructuradas” por parte de los bancos. Este esquema ha sido una de las principales fuentes generadora de la inestabilidad financiera y, por tanto, de las crisis financieras de los últimos treinta años, y de manera más concreta de la crisis del sector hipotecario de los Estados Unidos.

El incremento acelerado de la liquidez y los altos rendimientos que la titulización de la cartera de activos que se generó durante los años 2005-2007, se sostuvo en operaciones y transacciones carentes de fundamentos económicos sólidos; en otras palabras, se basaron en operaciones especulativas y poco transparentes. Ello explica que de la abundancia de liquidez se pase a problemas de insolvencia, que detonaron las crisis en 2008.

En ausencia de mecanismos de supervisión sobre los métodos de evaluación del riesgo que utilizan las agencias calificadoras, es evidente que no existe certeza sobre la eficiencia de la evaluación del riesgo de impago del crédito. Bajo este escenario, el riesgo no podrá ser distribuido de forma eficiente entre los distintos agentes financieros que participaban en la emisión y colocación de instrumentos financieros, ya sean instituciones financieras bancarias y no bancarias, inversionistas, agencias calificadoras, aseguradoras, etc. Bajo el análisis de Minsky, el cálculo del colchón de seguridad requerido, con base en la historia pasada del prestatario, permitía detectar casi automáticamente la disminución del margen de seguridad, calculado en el momento que se otorgaba el crédito.

Como parte de los acuerdos sobre mecanismos de control y supervisión que se asumieron en 2001 en el marco de Basilea II, varias agencias estadounidenses de regulación y supervisión financiera aceptaron homologar sus métodos para evaluar el riesgo. Bajo este contexto, se les otorgó a las agencias calificadoras un mayor papel en la evaluación del riesgo crediticio de los activos bancarios. A la luz de la crisis hipotecaria del sector subprime de los Estados Unidos de Norteamérica, es evidente que dichos acuerdos no contribuyeron a mejorar la administración del riesgo. Ello se debió a que las medidas propuestas en Basilea II condujeron a un sesgo en favor de la subestimación de riesgo y, por lo tanto, a la subcapitalización de los bancos, lo que contribuyó a la gestación de un entorno financiero más frágil hacia 2006-2008.

Esta falla se explica por el hecho de que en los acuerdos de Basilea II no se reconoce la diferencia de riesgo entre distintos instrumentos que llevan calificaciones parecidas; surgiendo de ahí la posibilidad de que aparezca el mismo tipo de arbitraje presente ya en los Acuerdos de Basilea I de 1988. El acuerdo correspondiente se refiere a que el capital mínimo de una entidad de intermediación financiera debe ser al menos del 8% de los activos ponderados por riesgo, considerando para ello tanto los activos registrados en el balance, como la exposición de la entidad de intermediación financiera reflejada en cuentas fuera de balance.

Los acuerdos de Basilea I y II fueron insuficiente y superados por las instituciones financieras bancarias y no bancarias debido a que las actuales innovaciones financieras se crearon explícitamente para transferir los riesgos a todo el mercado, no para eliminarlos. Así, mientras más operaciones se realizaban con contratos de derivados en esa proporción se traspasaban las pérdidas potenciales a los inversionistas finales. Incluso, las innovaciones financieras permitieron transferir pasivos a pérdida mediante la colocación de una variedad de instrumentos que el mismo cuya naturaleza y características el mismo comprador desconocía. Bajo este contexto, la incomprensión del comprador de un pasivo por la complejidad del instrumento a través del cual se vendía, la aparente satisfacción del comprador por mantener un tipo de pasivo que él no sabe que tiene, y la satisfacción del vendedor por transferir un pasivo a alguien que evidentemente quiere mantener ese pasivo cuyo riesgo desconoce, permitió que la titulización se expandiera.

Tal vez surja una cuarta clase de innovación financiera, en la cual los pasivos que cada quien opera en los mercados bancario y financiero pasan a sus hojas de balance transformados en pasivos que son desconocidos. En los mercados guiados por la percepción de riesgo, como los de derivados financieros, la innovación convierte riesgos conocidos en riesgos desconocidos (Toporowski, 2011).

Esto hace que todos estemos satisfechos, porque lo que se desconoce no puede preverse y, por tanto, tampoco lamentarse. “El hecho de valorar contablemente los instrumentos de acuerdo a su valor de mercado (*Marking to Market*)¹³ entierra la ignorancia colectiva en las hojas del balance”. Dicho valor permanecerá así hasta que la crisis muestre el verdadero valor de los pasivos”. (Toporowsky, 2011: 167).

La titulización de las carteras de activos bancarios dio origen a un sistema de finanzas muy complejo y, por lo mismo, de una alta proporción de operaciones y transacciones bancarias que no quedan registradas en sus hojas de balance. En palabras de Kregel (2008), las finanzas estructuradas han configurado un mercado bancario con varias “capas” que permiten sacar o eliminar transacciones con pasivos riesgosos, esto es, transacciones fuera de la hoja de balance de los bancos. De esta forma, la titulización de las carteras de activos bancarios ha contribuido a la integración por la vía de los hechos de las funciones de la banca con las del mercado bursátil. En otras palabras, ha borrado los límites entre la función de financiamiento bancario y la función de fondeo del mercado de capitales.

El aumento de “capas” en el sistema financiero es el origen de la fragilidad financiera actual y, por tanto, de la crisis del sector hipotecario subprime estadounidense. De acuerdo con Kregel (2010), bajo un sistema financiero privado dejado a las libres fuerzas del mercado, es imposible separar la captación de depósitos de los bancos comerciales de las actividades del mercado de capitales, si la titulización se mantiene como la estructura básica para proporcionar financiamiento a empresas e instituciones financieras bancarias y no bancarias.

¹³ El valor de mercado (*Mark to Market*) es el ajuste diario de una cuenta para reflejar beneficios y pérdidas en las posiciones abiertas, de compra o de venta, en contratos de futuros o venta de opciones. Es decir, es la valuación de una posición o portafolio con referencia al precio más reciente, al cual un instrumento financiero puede ser comprado o vendido en volúmenes normales. El valor *mark-to-market*, como el opuesto al valor en libros, puede igualar el valor actual de mercado al valor actual de los flujos futuros de efectivo esperados.

No obstante ello, es posible regular el financiamiento bancario a actividades que por sus características pueden generar inestabilidad financiera, como el crédito al consumo e hipotecario, así como el financiamiento a ciertos tipos de arbitraje comercial que no están estrictamente relacionadas con el financiamiento de las empresas (Kregel, 2010: 3).

Una de las fallas de los enfoques actuales de la regulación financiera es precisamente que sus propuestas no consideran los cambios estructurales que ha registrado el sistema financiero internacional durante las últimas tres décadas. Se han concretado a proponer la aplicación de cambios y remedios que solo afectan aspectos circunstanciales, sin tocar el origen de los problemas. Entre dichos propuestas se encuentran las siguientes: aumentar los ratios de capital bancario, establecer un ratio de apalancamiento máximo y un coeficiente mínimo de liquidez; conjuntamente con la aplicación de controles *ex post* sobre los salarios de los ejecutivos y comerciantes de bonos. Aun cuando estas medidas contribuyeran en el mejor de los casos, a la eficiencia de los mercados financieros y a la estabilidad de los mismos, las mismas dejan sin cambios la estructura especulativa del sistema financiero internacional actual.

Si la crisis del sector hipotecario subprime de los Estados Unidos de Norteamérica fue el resultado de un “momento Minsky”, esto es, de una burbuja de crédito en la fase expansiva del ciclo económico, su análisis no puede proporcionar la base para la re-regulación efectiva. Propuestas efectivas de regulación del sistema financiero sólo pueden surgir de un análisis de los cambios estructurales a largo plazo, partiendo de la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky, pero asumiendo éste como un proceso y no como un momento. Solo un enfoque de un proceso de largo plazo permitirá identificar los cambios estructurales de los eventos coyunturales que ha registrado el sistema financiero internacional. En consecuencia, este debe ser la base de las propuestas de regulación para corregir y revertir el funcionamiento del sistema financiero en general, y del sistema bancario en particular.

La crisis financiera del sector hipotecario de los EUA puso en claro que la innovación financiera dejó de ser una vía para el desarrollo económico, para convertirse en un mecanismo de traspaso y distribución del riesgo. Ello introdujo cambios importantes en el proceso de creación de liquidez a través de los mercados de capitales (Kregel, 2010), desvinculados de las inversión real. De ahí la necesidad de implantar mecanismos de supervisión y control integral. En primer lugar, se deben establecer mecanismos de regulación estricta de los productos estructurados y el trato de los pasivos de las compañías de inversión como valores registrados; de la misma forma, debe supervisarse las actividades y métodos de cuantificación del riesgo de las agencias calificadoras y las operaciones de las compañías de seguros. En segundo lugar, y de forma paralela a los mencionados arriba, es necesario establecer restricción o límites de activos siguiendo una supervisión similar a la de los fondos de los mercados de divisas; los bancos que toman depósitos deben ser tratados de forma distinta a los que hacen los depósitos.

Hay una confusión entre el tamaño de los bancos (demasiado grandes para quebrar) y el éxito de los supermercados financieros. Parece claro que hay pocas sinergias en unirse a diferentes funciones financieras en una sola institución. Las instituciones deben ser grandes para competir a nivel mundial, pero también deben estar especializadas. Es cierto que los mercados financieros tienen que ser grandes para proveer fondos a las grandes corporaciones, pero también es cierto que deben especializarse para atender demandas específicas de recursos, por un lado, y para evitar el fortalecimiento de su poder oligopólico en el mercado de crédito y oligopsónico en el mercado de depósitos. Los grandes bancos deben ser divididos y organizados en torno a funciones relacionadas.

Actualmente, los fondos de cobertura parecen funcionar bien en tamaños pequeños, y ofrecen muchas de las funciones de los bancos más grandes con una mayor estabilidad.

Los datos muestran que los fondos de cobertura contribuyeron poco a la crisis actual; en cambio, las instituciones financieras más reguladas fueron la fuente del problema. Todo indica que éstas aprovecharon las lagunas en la legislación financiera, para, mediante innovaciones financieras, obtener ganancias extraordinarias. A ello se ha sumado el poder político que han acumulado los grupos financieros locales e internacionales, que se han convertido en juez y parte en la operación de los sistemas financieros locales e internacionales, respectivamente.

En tanto los bancos centrales sigan actuando como prestamistas de última instancia, los grupos financieros seguirán creando y distribuyendo el riesgo porque saben que la autoridad monetaria entra en su rescate, para evitar que el sistema de pagos se colapse ante problemas de insolvencia. Así, mientras los bancos comerciales cuenten con esa red de seguridad que les proporciona el Banco Central, se verán incentivados a seguir exponiéndose al riesgo, aunque no se admita, a pesar de que las elevadas ganancias en un determinado sector o nuevo mercado resulte anormal, todos los dueños del capital, grupos financieros e incluso inversionistas institucionales tratarán de subirse al barco, siempre tratando de alargar lo más posible el periodo de auge. Expandiendo el crédito a sabiendas de que en algún momento las ganancias disminuirán, sin tomar en cuenta las consecuencias que esto puede traer a la economía mundial.

La función de prestamista de última instancia que ha desempeñado el Banco Central en las crisis de la década de los noventa del siglo pasado y en la crisis de 2007-2009, se ha convertido en una apología de las políticas de desregulación y liberalización financiera, pues el costo económico y financiero del riesgo que generaron los bancos comerciales, y que dio origen a dichas crisis, ha sido asumido en su totalidad por la población. Dicho costo ha impedido que los gobiernos enfrenten con políticas monetaria y fiscal expansivas la recuperación de las economías, después de la severa recesión en que las han sumergido las crisis financieras.

Al respecto, Minsky en el marco de análisis de la inestabilidad endógena, sostenía que la fragilidad financiera solamente puede ser minimizada mediante políticas sistémicas guiadas por el Gran Gobierno (gastos públicos o planes de empleo para dar soporte a ingresos y empleo) y un Banco Grande (un Banco Central dispuesto a dar soporte a los precios de activos a través de la ventana de descuentos). Pero, bajo sistemas financieros desregulados, además debe controlarse y eliminarse la fragilidad financiera a través de mecanismos de regulación y supervisión integral y coordinada, esto es, que involucren tanto al mercado bancario como al mercado bursátil. Este es uno de los retos del actual sistema financiero internacional (Kregel, 2008: 78-91). En este punto, es vital el fortalecimiento de las instituciones financieras para realizar esta labor de supervisión, y primordial su labor en la generación de liquidez que se canalice con agentes de menor riesgo y proyectos más seguros. En esta etapa de dominio del capital financiero sobre el productivo, denominada “financiarización”; el crédito al consumo aparece como fuente de liquidez para promover la demanda efectiva, los cuáles son altamente inestables por estar anclados a los títulos financieros (Levy, 2013:219-220).

CAPITULO III

REESTRUCTURACIÓN Y TRANSFORMACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO EN MÉXICO

La regulación del sistema financiero en general, y del sector bancario en particular cumplió un papel fundamental en la dinámica del crecimiento económico durante el periodo 1958-1970, conocido como el *desarrollo estabilizador*, pues mediante los cajones de inversión y los techos a las tasas de interés activas, se aseguró el financiamiento de la banca comercial a las actividades productivas, en especial en el caso del sector agropecuario y la pequeña y mediana empresa. En el Cuadro 1 se observa que los sectores de la industria y agricultura recibían más del 60 por ciento del financiamiento de la banca comercial, en tanto que el gobierno federal, a través de la banca de desarrollo otorgó entre el 13 y 17 por ciento del financiamiento en general.

1. La regulación financiera y el financiamiento a la producción

Durante el periodo 1958-1970, la economía mexicana creció a tasas de entre 4 y 6 por ciento, acompañada de baja inflación (entre 2 y 3 por ciento, en promedio anual) y déficit presupuestal sostenible (2 por ciento, como proporción del PIB, en promedio anual). Esta combinación de crecimiento con estabilidad monetaria y finanzas públicas sostenibles explica por qué a la política económica que se instrumentó en dicho periodo se le conoce como *desarrollo estabilizador*. De hecho, el objetivo de este modelo de crecimiento fue alcanzar la estabilidad macroeconómica por la vía del crecimiento económico; y la estabilidad se buscaba no como un fin en sí mismo, sino como una condición indispensable para lograr un desarrollo económico y social sostenido (Tello, 2007).

La instrumentación del modelo de desarrollo estabilizador se dio en un contexto caracterizado por la regulación del sistema financiero, protección comercial y la participación del Estado en sectores económicos estratégicos, como

el sector energético, comunicación y transporte, producción de granos básicos, ya sea directamente a través de empresas públicas o mediante políticas de transferencias y subsidios.

La regulación del sistema financiero en general, y del sector bancario en particular cumplió un papel fundamental en la dinámica del crecimiento económico durante el periodo 1958-1970, pues mediante los cajones de inversión y los techos a las tasas de interés activas, se aseguró el financiamiento de la banca comercial a las actividades productivas, en especial en el caso del sector agropecuario y la pequeña y mediana empresa. En el Cuadro 1 se observa que los sectores de la industria y agricultura recibían más del 60 por ciento del financiamiento de la banca comercial, en tanto que el gobierno federal, a través de la banca de desarrollo otorgó entre el 13 y 17 por ciento del financiamiento en general. En 1970 se inicia una tendencia descendente del crédito bancario para los sectores industrial y agrícola, en tanto que el crédito al sector comercio registra un leve incremento.

CUADRO 1
FINANCIAMIENTO BANCARIO
(Estructura porcentual)

AÑO	TOTAL	Empresas Particulares			Gobierno Federal
		Industria	Agricultura	Comercio	
1959	100.0	48.4	15.2	22.8	13.6
1964	100.0	52.3	12.5	17.9	17.3
1970	100.0	47.8	9.1	18.9	24.2

Fuente: Tello, Carlos (2007), *Estado y desarrollo económico: México 1920-2006*, Facultad de Economía, UNAM, México, p. 410.

El sexenio 1970-1976 marcó un punto de inflexión en la evolución histórica de la economía mexicana, pues ante la fuerte oposición de los empresarios industriales y banqueros a la reforma fiscal propuesta por el gobierno de Luis Echeverría, a éste solo le queda el endeudamiento externo para reactivar la

actividad económica y, por esta vía, revertir la fuerte concentración del ingreso en detrimento del sector salarial.

Después de aplicar una política económica de “pare y siga”, la inflación no cedió y la actividad económica no logró recuperarse hacia 1976. Ante las presiones políticas de los empresarios, el gobierno tuvo que recurrir a la devaluación del peso para contener la fuga de capitales y detener el deterioro de la balanza en cuenta corriente.

Bajo este contexto, todo indicaba que la economía mexicana entraría en una fuerte recesión; sin embargo, el descubrimiento de yacimientos de petróleo, estimulado en gran medida por el extraordinario incremento del precio internacional del petróleo, erosionó el fantasma de la crisis. El incremento acelerado de la deuda externa y la implementación de las reformas estructurales, que inician con la conversión de la banca especializada en banca múltiple en 1977, la economía transitará de una estructura regulada a una desregulada y, por tanto, dirigida por las fuerzas del libre mercado.

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, la desregulación de la economía se acelera, en particular el sector comercial y financiero. Hacia la década de los noventa, la apertura comercial se consolida con la firma del Tratado de libre Comercio con Estados Unidos y Canadá (TLCAN), mientras que la desregulación financiera se profundiza con la venta de los bancos, misma que se consolidará a inicios de la primera década del siglo XXI, con la adquisición por parte del capital extranjero de una parte importante de la propiedad de los bancos nacionales más grandes.

El apartado financiero del TLCAN obligaba al gobierno a hacer las reformas estructurales necesarias para adaptar tanto la estructura como el marco normativo del sistema financiero mexicano al norteamericano. En cuanto a la estructura, fue necesario la creación y autorización para funcionar de los intermediarios

financieros no bancarios, conocidos como *bank non bank*, así como la modernización y profundización del mercado bursátil.

2. Desregulación y nueva estructura del sistema financiero en México

Después de la crisis de la deuda externa de 1982, se aplicaron las primeras medidas tendientes a desregular la economía siguiendo las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), mismas que se centraron en tres ejes: la apertura comercial, desregulación del sistema financiero y eliminación de la participación del Estado en la economía. Respecto al sistema financiero, podemos decir que en 1983 se inicia la desregulación con la intervención de los bancos quebrados y saqueados por sus dueños y los programas de compra de cartera morosa, así como la capitalización de los bancos en problemas.

Como se mencionó arriba, la desregulación del sistema financiero mexicano tuvo como referencia las propuestas y recomendaciones que hicieran el Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial a los países en desarrollo. Dichas propuestas pueden resumirse en las siguientes:

- a) Concretar la reprivatización de los bancos nacionalizados en 1982
- b) Apertura de la cuenta de capital
- c) Eliminación de los depósitos obligatorios de los bancos en el Banco Central
- d) Prohibición del financiamiento del déficit público por el Banco Central
- e) Eliminación de los cajones de descuento y del crédito dirigido a determinados sectores y los controles sobre tasas de interés
- f) Eliminación de las actividades de primer piso de la banca pública
- g) Cambios al marco normativo y jurídico para permitir la participación del capital extranjero en la banca mexicana

El referente inmediato de estas recomendaciones es la teoría de la *represión financiera* desarrollada por McKinnon y Shaw (1973). Según dicho enfoque, los controles sobre las tasas de interés pasivas y activas, así como el establecimiento

de mecanismos para dirigir el crédito en dichos países generaron ineficiencias en el mercado, debido a la competencia entre los sectores público y privado. Ello provocó la distorsión de los precios del mercado financiero, esto es, las tasas de interés, el desvío de los recursos para fines distintos al financiamiento de la inversión, e impidió que sectores productivos más dinámicos y altamente rentables obtuvieran financiamiento del mercado. En consecuencia con esta visión, la eliminación de estas rigideces conduciría automáticamente a un incremento del ahorro interno y externo, y dado que en este enfoque el ahorro determina la inversión, ésta se incrementaría.

En los primeros años de la década de los noventa, se avanza de forma acelerada en la desregulación y liberalización del sistema financiero con la venta de los bancos al sector privado. Este proceso se profundiza después de la crisis cambiario-financiera de 1994, con la autorización para que el capital extranjero participe en la propiedad de la banca y la autonomía del Banco de México. Esta dinámica se reforzó con la privatización de los sistemas de seguridad social y la participación de los bancos extranjeros como administradores de los fondos de pensión.

En los primeros años de la primera década del actual siglo, se había consolidado el desmantelamiento de la anterior estructura financiera regulada, sustentada en el sector bancario como principal fuente de financiamiento de la inversión, y los mecanismos compensatorios que utilizó el gobierno para canalizar recursos al sector productivo, tales como los encajes legales y control de la tasas de interés, la banca de desarrollo y otros mecanismos de política monetaria, a través de los cuales se promovió el desarrollo económico.

En un marco financiero desregulado, se fortalece y consolida el poder oligopsónico de la banca en el mercado de depósitos y la estructura oligopólica en el mercado de crédito (Ortiz, 2009).

Las políticas en materia financiera han respondido a las exigencias de la globalización de los mercados financieros internacionales, ello explica la extranjerización de la banca mexicana y el surgimiento de los inversionistas institucionales y los intermediarios financieros no bancarios (*bank non bank*), como las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL) y Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES). No obstante esta expansión y modernización del sistema financiero, su estructura es más frágil y vulnerable a los cambios en los mercados financieros internacionales, lo que hace que las crisis sean recurrentes y con efectos sistémicos. Y, por lo mismo, obligan a los bancos centrales a socializar las pérdidas en caso de que se presente una crisis de liquidez, a través de su función de prestamista de última instancia, para evitar el colapso de los sistemas de pagos a nivel internacional.

De acuerdo con el Artículo 3 de la Ley de Instituciones de Crédito, el sistema bancario mexicano está integrado por las siguientes instituciones:

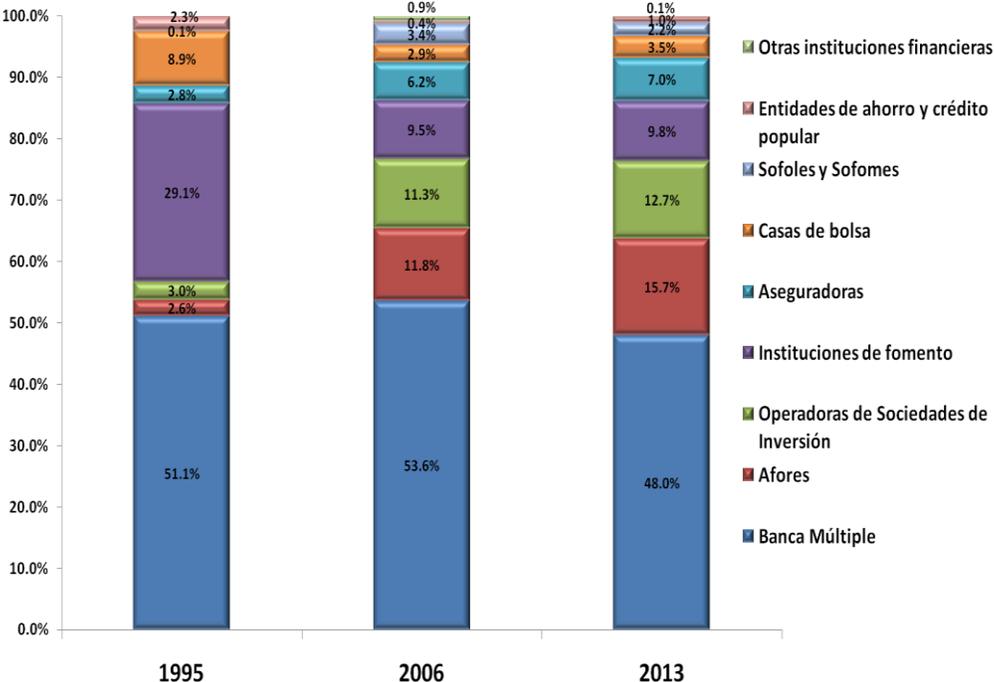
- El Banco de México,
- Las instituciones de banca múltiple,
- Las instituciones de banca de desarrollo,
- Los fideicomisos públicos constituidos por el Gobierno Federal para el fomento económico que realicen actividades financieras y
- Los organismos auto regulatorios bancarios.

En la Gráfica 1 se muestra que en 1995, el 51 por ciento de los activos del sistema financiero se concentran en la banca múltiple, y en las instituciones de fomento, como la banca de desarrollo, el 29 por ciento. Estos dos intermediarios financieros concentraron el 80 por ciento de las operaciones del sistema financiero, en tanto que las Operadoras de Sociedades de Inversión el 3 por ciento¹⁴ y las SOFOL sólo representaron el 0.1 por ciento.

¹⁴ Cabe señalar que en este año no se registró dato para Otras Instituciones Financieras, que incluye a instituciones auxiliares de crédito, como las Afianzadoras, Almacenes de Depósito, Arrendadoras, Casas de Cambio, Uniones de Crédito y Empresas de Factoraje Financiero.

Entre 2006 y 2013, se registraron cambios importante; por un lado, la banca múltiple ha seguido dominando en el total de las operaciones del sistema financiero, pero, por el otro, la participación de las Instituciones de Fomento registraron una fuerte reducción en sus operaciones, mientras que las Operadoras de Sociedades de Inversión y las SOFOLES y SOFOMES elevaron sustancialmente su participación, aunque para 2013 la figura Sofole deja de existir.

GRÁFICA 1
ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentual de los activos totales)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Como vemos, en los últimos años las instituciones no bancarias han incrementado su participación en las operaciones y actividades financieras del país. Ello acorde con las recomendaciones del Banco Mundial (Bossone, 2000), tendientes a desarrollar y profundizar el sistema financiero mexicano. La entrada al mercado de nuevos bancos y la modificación de la tenencia accionaria de otros ha tenido efectos importantes en la estructura corporativa de la banca comercial.

En 1996, cuando se inició la extranjerización de la banca, los bancos filiales de entidades financieras en el exterior solo representaban el 9.6 por ciento de los activos totales; para 2005, este porcentaje se elevó al 79.2, como consecuencia de las fusiones y adquisiciones que se registran entre 1998-2000, por parte de inversionistas nacionales y extranjeros de los bancos más grandes, Banamex, Bancomer y Serfín. La contraparte de esta tendencia es la drástica reducción de la participación de los bancos controlados por entidades nacionales; de participar con el 90.4 por ciento de los activos totales de la banca en 1996, la misma participación bajó a 19 por ciento, para incrementarse levemente a 25.3 por ciento, en 2013. Por su parte, entre 2005-2013, los bancos controlados por entidades no financieras alcanzaron una participación del 4.2 por ciento. Estos datos muestran la fuerte concentración de los activos bancarios en poder de los bancos extranjeros (ver Cuadro 2).

CUADRO 2
ESTRUCTURA CORPORATIVA DE LA BANCA MÚLTIPLE
(Porcentaje activos totales)

	Participación de mercado (% de activos totales)		
	1996	2005	2013
Bancos filiales de una entidad financiera en el exterior	9.60%	79.20%	70.50%
Bancos controlados por entidades nacionales	90.40%	19.20%	25.30%
Bancos controlados por entidades no financieras	0.00%	1.60%	4.20%
Total	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

El proceso de fusiones, adquisiciones y quiebras en el sector bancario, provocado en gran medida por las políticas de desregulación y liberalización financiera, no sólo redujo el número de bancos, también propició la mayor concentración de los activos y pasivos en la banca. En 2000, existían 48 bancos personales, en 2007 esta cifra se redujo a 40; en cambio, las sociedades de inversión pasaron de 332 en el 2000, a 483 en 2007 (Soto, 2010).

La privatización de los fondos de pensiones contribuyó en ampliar y dinamizar las operaciones financieras, ya que al pasar de un sistema de reparto colectivo a un sistema de capitalización con cuentas individuales su administración fue transferida a los intermediarios financieros bancarios, en particular a los grandes bancos con una elevada propiedad de capital extranjero, como los grupos Bancomer BBVA, Citigroup Banamex, Santander. La participación de las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores) incrementó exponencialmente las operaciones de los bancos en los mercados de capital y derivados internos e internacionales. Siguiendo así un comportamiento similar al del mercado bancario en lo referente a las estrategias adoptadas para elevar sus ganancias, con la diferencia de que en el caso de las Afores lo que se pone en riesgo son los ahorros de los trabajadores para su retiro.

La nueva estructura del sistema financiero mexicano presenta las siguientes características: a) baja profundidad y alta inestabilidad; b) una banca extranjerizada con un doble poder para fijar las tasas de interés, poder oligopsónico en el mercado de depósitos y poder oligopólico en el mercado de crédito; c) una débil intermediación financiera a los sectores productivos, y elevados márgenes de ganancias, a pesar de la reducción de los costos de intermediación; d) una mayor presencia de los intermediarios financieros no bancarios; y e) el reforzamiento de la dolarización de los pasivos bancarios

3. Restructuración y concentración del mercado bancario. Transformaciones en la captación y el crédito

La conformación de grandes grupos financieros liderados por capital extranjero es resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera, que asumían que ello permitiría al sistema financiero mexicano integrarse de forma más eficiente a los mercados financieros internacionales. Sin embargo ello no fue así, si consideramos que las tasas de interés reales no han disminuido, a pesar de que la inflación se ha mantenido baja, y que el financiamiento a la inversión se ha reducido.

A lo anterior se suman los cambios en la estructura de los recursos y obligaciones de los bancos y la flexibilización de los requisitos para otorgar los créditos. Uno de estos cambios es el relajamiento de los requisitos para otorgar créditos a los sectores consumo e hipotecario, por un lado, y el incremento de las inversiones en instrumentos sintéticos, como los derivados, por el otro.

3.1. Concentración bancaria: Ventas, adquisiciones y fusiones

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, se aceleró el proceso de fusiones y adquisiciones que se inició con la venta de los bancos entre 1990-1992, mismo que culminó con la adquisición del capital extranjero de una parte importante de la propiedad de los principales bancos nacionales (Martínez, 2002). En este proceso dominaron los grupos financieros españoles BBVA y Santander, la inglesa HSBC, la estadounidense Citibank y la canadiense Scotiabank. Desde entonces, y hasta ahora Banorte se mantuvo bajo dominio de capital mexicano.

En el año 2000 surgieron nuevas instituciones bancarias tanto de capital nacional como extranjero, que tenían como objetivo crear una banca especializada, esto es, una banca nicho, que le hiciera competencia a la banca comercial. Sin embargo, este objetivo no se cumplió, ya que este tipo de banca no logró consolidarse jurídicamente. Varias de estas instituciones tuvieron una existencia muy corta, ya que finalmente dejaron de operar; este fue el caso del Banco del Sureste, Quadrum, Societe Generale, entre otros (Girón y Levy, 2005).

A finales de 2013, los activos de la banca múltiple ascendían a 6.3 billones de pesos, que equivalen al 48 por ciento del total de los activos del sector financiero (Banco de México, 2013). En 2012, estaban autorizadas para operar 41 instituciones de banca múltiple; los 7 bancos de mayor tamaño administraban 80 por ciento de los activos totales de la banca, los 17 bancos de tamaño mediano y pequeño, el 10 por ciento, y los 5 bancos asociados con cadenas comerciales

(BACC), el 2 por ciento. Por su parte, las 12 filiales pequeñas de bancos del exterior administraban el 8 por ciento de los activos totales del sistema financiero.

Los 7 bancos grandes son: BBVA Bancomer, Banamex, Santander, Banorte, HSBC, Inbursa y Scotiabank Inverlat. Se incluye a Banco Inbursa como parte del grupo de los 7 bancos grandes debido al monto de sus activos totales. Los 17 bancos medianos y pequeños son: Banco Autofin, Banco del Bajío, Ixe, Interacciones, Afirme, Banregio, Mifel, Invex, Bansi, Multiva, Ve Por Más, Monex, Compartamos, Regional, CI Banco, Prudential (Actinver) y Amigo. Los 5 bancos asociados a cadenas comerciales (BACC) son: Azteca, Ahorro Famsa, Bancoppel, Walmart Adelante y Fácil. Los bancos clasificados como filiales pequeñas de bancos del exterior son: ING Bank, JP Morgan, Credit Suisse, Bank of America, American Express Bank, Deutsche Bank, Barclays Bank, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, The Royal Bank of Scotland, UBS Bank, Volkswagen Bank y Bank of New York Mellon (Banco de México, 2012).

Es evidente que la evaluación de la banca comercial no es homogénea, pues existen diferencias significativas según su tamaño. Los bancos grandes y medianos generan más utilidades; ello los coloca como bancos eficientes a nivel microeconómico, medido esto por el amplio margen neto entre los ingresos por concepto de intereses y los costos de operación. Sin embargo, a nivel macroeconómico, dichos bancos no necesariamente son eficientes, si esta eficiencia es medida por el financiamiento a las actividades productivas, bajas tasas de interés, etc. Además, debe considerarse que los bancos medianos derivan sus utilidades de la rotación de activos y del elevado apalancamiento; mientras que los bancos grandes obtienen una proporción importante de sus ganancias de sus tenencias de títulos gubernamentales. Por su parte, los bancos de menor tamaño presentan en sus activos proporciones importantes de oferta de créditos, y tienen una fracción importante de depósitos de largo plazo en sus pasivos.

CUADRO 3
EXTRANJERIZACIÓN DE LA BANCA MEXICANA.
PROCESO DE FUSIONES Y ADQUISICIONES
 1990-2002

	1990	1991	1992	1995	1996-1998	2000	2001	2002	
Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	CitiCorp-Banamex		
Confía	Confía	Confía	Confía	Confía	CitiBank	CitiBank			
Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer		BBVA-Bancomer			
BCH-Unión	BCH-Unión	BCH-Unión	Promex						
Multibanco Mercantil de México	Probursa				BBVA				
Probursa									
Oriente	Oriente	Oriente	Oriente	Oriente					
Cremita	Cremita	Cremita	Cremita	Cremita					
Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	BITAL			HSBC	
Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico					
Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	
Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Santander-Serfin			
Somex	Somex	Somex	Somex	Mexicano	Santander				
Bancan	Bancan	Bancan	Banorte	Banorte		Banorte			
Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte						
Banpaís	Banpaís	Banpaís	Banpaís						
Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer						
Banoro	Banoro	Banoro	Banoro	Bancrecer-Banoro	Bancrecer				

Fuente: Clavellina Miller, José Luis (2013), "Crédito bancario y crecimiento económico en México", *Revista Economía Informa*, núm. 378, Ed. UNAM, México.

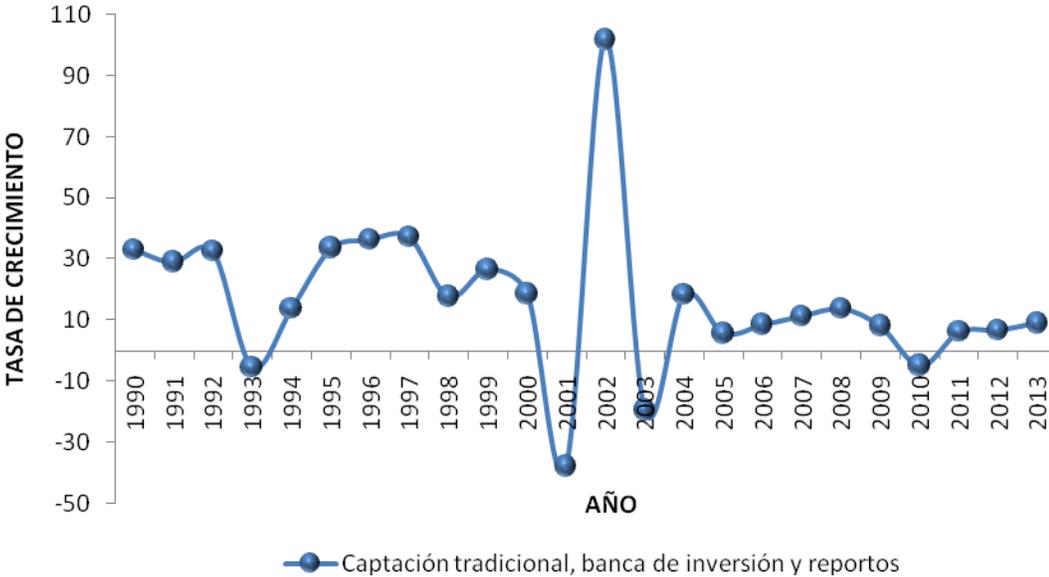
3.2. Transformaciones en la estructura de captación bancaria

Históricamente, la captación de ahorro no ha sido el negocio más rentable para la banca comercial, ya que estos recursos en general son utilizados por los bancos para cubrir sus márgenes de liquidez. El crédito, por el contrario, sí constituye una fuente importante generadora de ganancias de la banca comercial.

En la Gráfica 2 se muestra un comportamiento altamente irregular de la captación de recursos, con una caída en 2001 y un incremento extraordinario en 2002. El incremento entre 1995-1997 fue el resultado del incremento en las tasas de interés, para enfrentar la inestabilidad monetaria-financiera que generó la devaluación estrepitosa del diciembre de 1994. A partir de 2003, la captación bancaria ha registrado una tendencia declinante, debido al bajo crecimiento de las actividades productivas y el empleo.

Las reformas en materia financiera y la estructura del oligopsonio que posee el mercado de depósitos, ha permitido a los bancos tener tasas de interés pasivas en niveles sumamente bajos, aunado a esto el amplio diferencial entre las tasas activas y pasivas, se suman los rendimientos “libres de riesgo”, derivados de las inversiones en valores públicos y las ganancias especulativas que reditúan las inversiones en instrumentos sintéticos y derivados.

GRÁFICA 2
CAPTACIÓN BANCA COMERCIAL
(Variación anual)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

En la estructura de la captación por instrumento, se registró un descenso en todos los instrumentos a partir de 1995, a excepción de la captación a través de futuros, reportos, coberturas y cargos diferidos. La captación por estos instrumentos representa entre el 64 y 78 por ciento de la captación total de la banca comercial, durante el periodo 1995-2011. En esta dinámica sobresale también la drástica reducción de la captación mediante la banca de inversión; de 43 por ciento, en 1990, bajó a 19 por ciento en 1995, para representar solo el 5 por ciento en 2011 (ver Cuadro 4). La reducción de la captación bancaria mediante instrumentos tradicionales, como la cuenta de cheques y de ahorro, se debe en gran medida a las bajas tasas pasivas que fija la banca comercial.

CUADRO 4
CAPTACIÓN BANCARIA
POR TIPO DE INSTRUMENTO
(Estructura porcentual)

Año	Cuenta de cheques	Cuenta de ahorro	Depósito a plazo fijo	Aceptaciones bancarias	Futuros Reportos, Coberturas y Cargos Diferidos	Banca de Inversión	Total
1990	9.1	0.7	0.0	1.9	45.2	43.1	100.0
1991	28.0	0.7	1.5	1.5	53.0	15.3	100.0
1992	23.7	0.6	6.3	0.5	47.0	21.9	100.0
1993	24.6	0.5	4.9	0.8	50.7	18.5	100.0
1994	21.8	0.5	4.9	0.8	53.5	18.5	100.0
1995	11.1	0.2	5.8	0.6	63.6	18.7	100.0
1996	10.7	0.1	5.9	0.5	63.9	18.9	100.0
1997	11.8	0.1	6.1	0.6	62.8	18.6	100.0
1998	11.8	0.1	6.1	0.6	63.1	18.3	100.0
1999	12.2	0.2	5.9	0.5	64.0	17.2	100.0
2000	1.7	0.2	6.0	0.4	64.1	27.6	100.0
2001	11.3	0.1	6.2	0.4	64.1	17.9	100.0
2002	13.5	0.2	6.2	0.4	64.4	15.3	100.0
2003	12.9	0.2	6.4	0.5	64.6	15.4	100.0
2004	13.0	0.2	6.2	0.4	64.7	15.5	100.0
2005	12.9	0.2	6.1	0.4	65.1	15.3	100.0
2006	12.7	0.3	5.9	0.3	65.7	15.1	100.0
2007	12.5	0.3	6.1	0.3	66.0	14.8	100.0
2008	13.3	0.4	5.7	0.3	71.3	8.9	100.0
2009	10.5	0.3	4.7	0.3	73.6	10.7	100.0
2010	10.7	0.2	4.8	0.2	76.1	8.0	100.0
2011	11.0	0.3	5.0	0.2	78.3	5.1	100.0

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.
No está disponible la información para 2012 y 2013, debido a que se está homologando la información del Banco de México con la de la CNBV.

La banca comercial en México ha reorientado sus actividades a los servicios financieros en detrimento de las operaciones de intermediación financiera en sentido estricto, esto es, el financiamiento de las actividades productiva, como una estrategia para combinar rentabilidad y riesgo en sus carteras de activos y pasivos (Rodríguez, 2010). El incremento de los ingresos por concepto de comisiones es un indicador de las transformaciones en las actividades y operaciones de la banca comercial (Soto, 2010).

3.3. Canalización y restricción del crédito

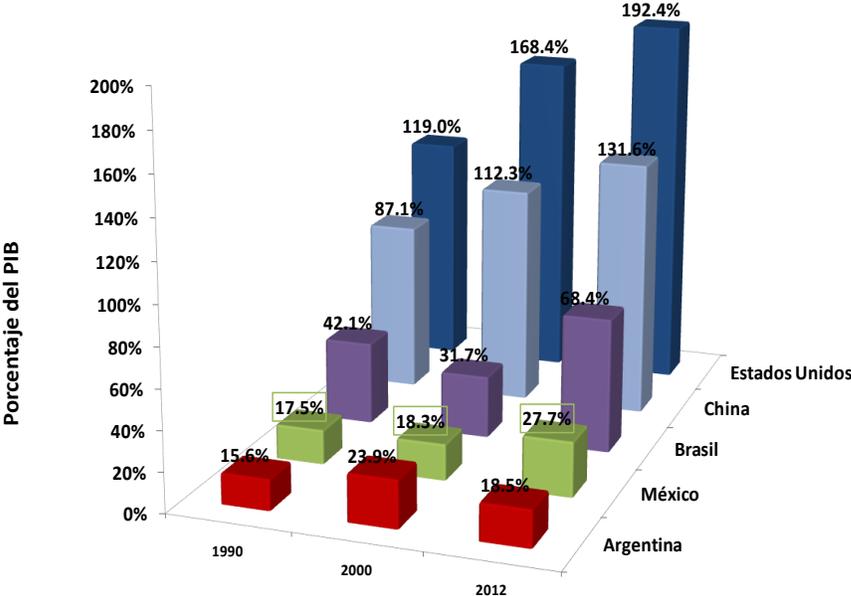
Si bien las políticas de desregulación y liberalización financiera contribuyeron a elevar la disponibilidad de los recursos por parte de la banca comercial y, en consecuencia, la expansión del crédito, también propiciaron distorsiones en la canalización de éste. La eliminación del encaje legal y de los controles sobre las tasas de interés pasivas y activas dejó en absoluta libertad a los bancos para seleccionar el destino del crédito y fijar elevadas tasas de interés activas y bajas tasas pasivas. Asimismo, el acceso al fondeo interbancario externo le permitió a la banca incrementar de forma extraordinaria sus recursos. Sin embargo, la mayor disposición de recursos y la expansión del crédito al sector privado no se reflejaron en un incremento del crédito a las actividades productivas.

Entre 2000-2012, el crédito de la banca comercial al sector privado, como proporción del PIB, se incrementó en casi 10 puntos porcentuales en México; si comparamos este comportamiento con el de la banca de Brasil, dicho incremento es muy bajo, ya que la banca brasileña incrementó el crédito en 37 puntos porcentuales, durante el mismo periodo (ver Gráfica 3). La contracción del crédito en México es resultado de varios factores; entre ellos están los siguientes: a) disminución de la demanda de crédito debido a las altas tasas de interés activas, a pesar de que la inflación ha disminuido, b) reducción de la oferta de crédito por parte de los bancos, debido a que éstos han incrementado sus inversiones en

instrumentos derivados de cobertura, c) la expansión de las operaciones con los instrumentos derivados, d) estrategias competitivas más agresivas entre los bancos más grandes para expandir su presencia en los mercados de depósitos y créditos, e) el poder de los inversionistas institucionales en el mercado bursátil, y la necesidad de que los bancos aseguren liquidez ante posible problemas de insolvencia de las contrapartes. Estos son algunos de los factores que han provocado cambios importantes en la canalización de los créditos y recursos de la banca comercial.

Ello explica que ésta haya elevado sus inversiones en instrumentos derivados cuyas tasas de retorno son mayores, aunque impliquen altos riesgos. Este tipo de instrumentos, así como los títulos gubernamentales se han convertido en nichos de inversión altamente rentables para la banca comercial; además de que elevan de forma sustancial la relación capital/ingresos (Soto, 2010).

GRÁFICA 3
CRÉDITO INTERNO AL SECTOR PRIVADO
 (Como porcentaje del PIB)



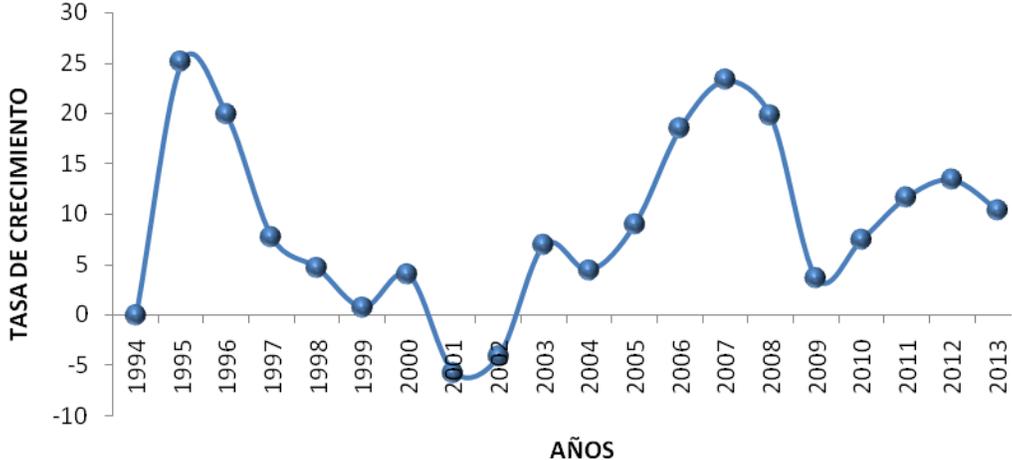
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial.

La información para 2013 será publicada por el Banco Mundial en Julio de 2014.

La función histórica de intermediación de la banca comercial ha pasado por un proceso de sustitución paulatina desde 1990, mismo que se aceleró después de la crisis cambiario financiera de 1994-1995. Ha reducido y racionado el crédito a la inversión para expandir su portafolio de inversión en instrumentos de cobertura y valores gubernamentales; en otras palabras, ha sustituido su función de intermediación financiera por la de inversionista en el mercado bursátil. Incluso, podemos decir que existe un problema de desintermediación financiera, dada la desconexión de la banca comercial de las necesidades de financiamiento de las empresas, en particular de la micro, pequeña y mediana empresa. (Garrido y García, 2010).

La bursatilización de los pasivos y activos bancarios, el racionamiento del crédito a las actividades productivas por parte de la banca, así como la menor demanda de crédito de las empresas debido a las elevadas tasas de interés reales, explican que los proveedores se hayan convertido en la principal fuente de financiamiento de las empresas. En la Gráfica 4 se muestra el comportamiento inestable del crédito bancario; después de la burbuja crediticia de los años 1990-1994, a partir de 1995, la banca contrae drásticamente el financiamiento, situación que se profundiza entre 2001-2002, para continuar con una recuperación muy inestable.

GRÁFICA 4
CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL
(Variación anual)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

El racionamiento o baja disponibilidad del crédito para las actividades productivas repercute en variables macroeconómicas fundamentales, como inversión, producción y empleo. En consecuencia, el carácter rentista y especulativo de la banca comercial, en la medida que mantiene elevadas las tasas de interés e incrementa sus inversiones en inversiones bursátiles, impide también la recuperación del crecimiento económico (Ortiz, 2009). Al respecto, el crédito al sector agropecuario e industrial no ha recuperado los niveles históricos que mantuvo cuando el sistema financiero estaba regulado.

En la distribución del crédito bancario por actividad, se observa que después de la crisis de 1994, todas las actividades registraron una contracción en la cartera total del crédito bancario; sin embargo, dicha contracción fue más severa en el sector agropecuario. En cambio, el crédito al consumo recuperó rápidamente su tendencia creciente que había registrado antes de la mencionada crisis, a partir de 2000; esta respuesta de los bancos se debe a la baja elasticidad de este tipo de crédito a las variaciones de la tasa de interés, lo que ha permitido que dicho crédito se extienda a prestatarios de baja solvencia económica. Además, debe considerarse que la expansión del crédito al consumo se da en un contexto de bajo crecimiento del producto y el empleo, lo que explica que dicho crédito sea utilizado para el consumo corriente debido a la caída de los ingresos corrientes de las familias. Estas condiciones generan en sí mismas, las condiciones para que se eleve el índice de cartera vencida de los bancos, ya que al nivel macroeconómico, este crédito crece a un mayor ritmo que el ingreso.

Respecto al crédito al sector servicios, no ha alcanzado la participación de 1995 (31 por ciento), pero sigue manteniendo una proporción importante (22 por ciento, en 2013). En cuanto al crédito a la vivienda, no ha recuperado la participación que tenía en 1995 (21 por ciento), pues para 2013, representó casi el 16 por ciento (ver Cuadro 5).

La participación relativamente baja de la banca comercial en el otorgamiento de crédito para la adquisición de vivienda se debe a que una parte importante de la demanda es atendida por el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT) y el Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE) y por otros intermediarios financieros no bancarios, como las SOFOLES o SOFOMES.

Como vemos, la expansión del crédito al sector privado se concentra en sectores altamente rentables, como consumo, vivienda y servicios.

Estos resultados contradicen las tesis del enfoque de la represión financiera, que sostiene que la desregulación y liberalización de los sistemas financieros en los países en desarrollo conduciría a un incremento del financiamiento de la inversión, reducción de las tasas y disminución de los costos administrativos. Después de la crisis financiera de 1994-1995, la banca comercial mexicana profundiza su carácter rentista y especulativo; ello explica la contracción del financiamiento a la inversión, por un lado, y el crecimiento de las inversiones en instrumentos de cobertura, como los derivados.

CUADRO 5
BANCA COMERCIAL: CRÉDITO POR ACTIVIDAD EMPRESARIAL
(Estructura porcentual)

Sector	Dic-95	Dic-00	Dic-05	Dic-10	Dic-13
Sector Privado del país (I a VI)	90.7	73.8	75.0	81.1	81.9%
Empresas y personas físicas					
I. Sector agro, silvícola y pesquero	5.2	3.8	1.8	1.6	1.8%
II. Sector industrial	24.7	19.6	13.9	21.0	19.7%
III. Sector servicios y otras actividades	31.3	23.4	20.4	21.5	21.9%
IV. Crédito a la vivienda	21.4	21.1	15.5	17.9	16.2%
V. Crédito al consumo	5.3	4.6	23.4	19.1	22.4%
VI. Renglón de ajuste estadístico	2.9	1.3	0.0	0.0	0.0%
VII. Sector Financiero	3.7	2.9	5.4	2.5	3.9%
VIII. Sector Público	4.0	5.2	9.0	13.6	13.2%
IX. Otros	0.0	17.7	9.9	0.5	0.0%
X. Sector externo	1.5	0.5	0.7	2.2	1.0%
XI. Crédito interbancario	2.7	6.2	0.1	0.1	0.1%
Total (I a X)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

CAPÍTULO IV

LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS EN MÉXICO: LAS SOFOLES Y SOFOMES

Las políticas de desregulación y liberalización financiera no contribuyeron a elevar la profundidad del sistema financiero mexicano; por el contrario, propiciaron la concentración de las operaciones en un reducido número de grandes bancos liderados por corporativos financieros extranjeros, en tanto que en el sector bursátil, el mercado secundario sigue concentrando el mayor número de operaciones. La reducción del financiamiento a la inversión y el incremento de las inversiones en instrumentos altamente rentables pero también con elevado riesgo, como los derivados, son algunas de las distorsiones y características actuales de la estructura y operación del mercado bancario. Por su parte, el mercado bursátil se distingue por el bajo número de empresas cotizantes y la predominancia de las operaciones en el mercado secundario cuya naturaleza es altamente especulativa; mientras que en el mercado de dinero su dinámica sigue estando determinada por la emisión de títulos públicos.

1. Antecedentes y evolución de los intermediarios financieros no bancarios

La integración del sistema financiero mexicano a los mercados financieros internacionales implicó el surgimiento de nuevos intermediarios financieros no bancarios y cambios jurídicos e institucionales necesarios para adecuarse a la estructura de estos mercados (Levy, 2013). Este fue el caso de las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOLES), las cuales posteriormente se transformaron en Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES).

En el caso de las SOFOLES, su origen está vinculado a la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN), ya que el funcionamiento del apartado financiero de dicho tratado requería que en México operara un intermediario financiero no bancario especializado, de manera similar a los existentes en los otros países miembros del acuerdo.

La definición y operación de las SOFOLES es congruente con su denominación en inglés de *Non Bank Banks*; esto es, son entidades con una intensa operación en el lado activo del balance, su operación crediticia es especializada, pero sus fuentes de fondeo están circunscritas (CNBV, 2005), ya que provienen de terceros. Se fondean y obtienen recursos vía la emisión de títulos financieros que colocan a través de los “hacedores” de mercado, como las casas de bolsa, también obtienen recursos de la banca comercial, banca pública y recursos de algunas instancias gubernamentales, como el INFONAVIT y el FOVISSSTE, ya que no pueden captar recursos del público. Esto último, es lo único que las distingue de un banco, y en sus inicios, solo otorgaban crédito a un sector específico.

En 2006 se aprobó la reforma mediante la cual se autoriza la transformación de las SOFOLES a SOFOMES, y cuyo objetivo era promover la actividad crediticia, fomentar la competencia, reducir los costos de transacción y las tasas de interés, así como eliminar la supervisión de las autoridades financieras de las operaciones de estos intermediarios. Esto último, se justificó con el argumento de que en las operaciones de este tipo de intermediarios no existían intereses públicos que supervisar (López, 2008: 130), porque las SOFOMES, como intermediarios financieros no bancarios, no captan depósitos del público y, por tanto, no actúan como banco; además de que se asumió que esta características les impide que generen liquidez. La crisis del sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos y la quiebra de algunas SOFOMES en México, entre ellas *Su Casita*, han demostrado todo lo contrario; es decir, que este tipo de intermediarios financieros no bancarios son capaces de generar alta inestabilidad en el sistema financiero.

En México, el grupo de intermediarios financieros no bancarios está conformado por una amplia variedad de instituciones, que incluye a la banca popular o social (uniones de crédito, cajas de ahorro popular), arrendadoras financieras, empresas de factoraje, almacenes generales de depósito y otras figuras jurídicas que han dejado de existir para dar paso primero a las SOFOLES,

y posteriormente a las SOFOMES. Desde su origen en 1993, la actividad crediticia de las SOFOLES se destacó por su dinamismo tanto por el crecimiento en el otorgamiento de créditos, como por la participación de nuevas SOFOLES.

La mayor penetración inicial de las SOFOLES en el mercado de crédito se debe a que su operación crediticia es especializada; ello le permitía conocer un determinado nicho de mercado. De hecho, antes de convertirse en SOFOMES, las SOFOLES se clasificaron según su mercado objetivo en: hipotecario, automotriz, de bienes de capital y de transporte, de bienes de consumo y créditos personales, a pequeñas y medianas empresas, y de financiamiento a intermediarios o distribuidores. En general, las SOFOLES tuvieron un buen desempeño en el otorgamiento de créditos especializados en algunos nichos de mercado; aunque también han aprovechado la contracción en la oferta de crédito bancario para obtener ganancias extraordinarias, mediante el cobro de elevadas tasas de interés. Por ejemplo, durante el estallido de la crisis bancaria de 1994-1995, y el inherente racionamiento y reducción del crédito de la banca comercial, las SOFOLES continuaron otorgando créditos a elevadas tasas de interés y colaterales muy elevados.

Este comportamiento especulativo y la quiebra de varias SOFOLES hipotecarias, pone en duda la eficiencia, operación y transformación de las SOFOLES en SOFOMES, porque con esta transformación se amplía el mercado de las mismas en ausencia de un marco regulatorio que supervise sus operaciones. De hecho, la ausencia de una reglamentación específica que regule las actividades de las SOFOLES y SOFOMES, así como la falta de una definición precisa de su naturaleza, ha permitido que estos intermediarios no bancarios operen de forma ambigua e irregular.

Esta ambigüedad en su naturaleza y operación, así como las ventajas fiscales de que gozan los intermediarios financieros no bancarios en general, y las SOFOMES en particular, han convertido a estos intermediarios en fuertes

competidores de los bancos comerciales en el mercado de crédito. La obtención de ganancias extraordinarias proviene de las ventajas fiscales y de la ausencia de regulación sobre las tasas de interés que cobran y los colaterales que exigen por el hecho de no ser considerados como bancos, a pesar de que realizan todas las operaciones activas de un banco. Ello explica el comportamiento irregular, en particular las dedicadas a otorgar créditos hipotecarios; el hecho de que estas sociedades no capten recursos del público, no implica que no sean capaces de elevar la liquidez con recursos de terceros.

La participación y función de las SOFOLES hipotecarias en el sostenimiento del *boom* del mercado de vivienda inducido por el gobierno en los años 2000-2005, muestra la capacidad que estos intermediarios no bancarios tienen para expandir el crédito y, en consecuencia, generar inestabilidad en el sistema financiero. De la misma forma, la quiebra en 2012 de *Su Casita*, una de las SOFOLES más grandes en el mercado hipotecario de nuestro país, demuestra el carácter especulativo y rentista de estas sociedades.

El dinamismo y expansión de los intermediarios financieros no bancarios queda demostrado con el incremento de su participación en un 66 por ciento, en el periodo 2000-2013; mientras que los bancos disminuyeron su participación en un 22 por ciento, para el mismo periodo. No obstante este descenso, debe señalarse que la misma se concentra en los 4 bancos más grandes. Los inversionistas institucionales no tradicionales relacionados con los fondos de pensiones, como las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos de Ahorro para el Retiro (SIEFORES), registraron el mayor dinamismo, ya que de participar con el 6 por ciento en el año 2000, pasaron a controlar el 16 por ciento de los activos totales del sistema financiero en 2013.

Un comportamiento similar registraron las Sociedades de Inversión y las Casas de Cambio, aunque éstas últimas con una menor participación.

Las instituciones de seguros, que incluyen seguros en general, salud y pensiones, las cuales tomaron impulso con la firma del TLCAN, incrementaron su participación en los activos totales, pero en los últimos años, su participación se ha mantenido entre el 6 y 7 por ciento. Los intermediarios no bancarios tradicionales, como las Uniones de Crédito, Almacenes, Afianzadoras y Agencias de Factoraje, han reducido drásticamente su participación en los activos totales. Por su parte, las SOFOLES y SOFOMES registraron un descenso constante a partir de 2006, en su participación de los activos totales; este comportamiento coincide con la crisis del sector hipotecario (ver Cuadro 1).

CUADRO 1
ESTRUCTURA DE LOS ACTIVOS TOTALES
DEL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentaje)

Año	Bancos ¹	Instituciones no bancarias	Instituciones de seguros ²	Instituciones tradicionales ³	Sofoles y Sofomes	Siefores	Sociedades de inversión	Casas de bolsa y cambio
2000	74.7	25.3	5.3	7.2	-	5.8	6.5	0.6
2001	67.3	32.7	5.5	7.3	2.7	7.6	9.0	0.6
2002	65.7	34.3	6.0	6.5	3.3	8.9	8.9	0.6
2003	64.0	36.0	6.4	6.3	3.6	10.1	9.1	0.5
2004	61.8	38.2	6.9	6.0	4.3	11.2	9.2	0.5
2005	58.7	41.3	7.1	5.7	4.5	12.7	10.8	0.6
2006	55.5	44.5	7.2	5.1	4.0	14.0	13.4	0.8
2007	54.8	45.2	7.6	4.1	3.1	14.8	14.7	1.0
2008	56.7	43.3	8.0	3.7	2.2	15.1	12.0	2.3
2009	52.6	47.4	7.8	3.1	3.4	15.6	12.7	3.8
2010	52.2	48.0	7.4	2.7	2.8	16.5	14.4	3.2
2011	60.5	39.5	6.3	1.1	3.0	13.6	11.5	3.9
2012	58.4	41.6	6.7	1.0	2.5	15.0	11.8	4.6
2013	57.9	42.1	7.0	1.0	2.2	15.7	12.7	3.5
Media	60.1	40.0	6.8	4.3	3.2	12.6	11.2	1.9

1/Bancos: incluye banca múltiple y banca de desarrollo

2/ Se agrupa a instituciones de seguros, de pensiones y salud.

3/ Instituciones financieras tradicionales: uniones de crédito, almacenes de factoraje, no se incluyen entidades de ahorro e inversión

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Se considera que las compañías de seguros, las SIEFORES y las sociedades de inversión constituyen el núcleo de los inversionistas institucionales, ya que en su conjunto, controlaron el 35 por ciento, en promedio anual, de los activos totales del sistema financiero, durante el periodo 2000-2013.

En consecuencia, los inversionistas institucionales son el principal pilar de los intermediarios financieros no bancarios.

2. La participación de las SOFOLES y SOFOMES en el mercado de créditos al sector privado no financiero

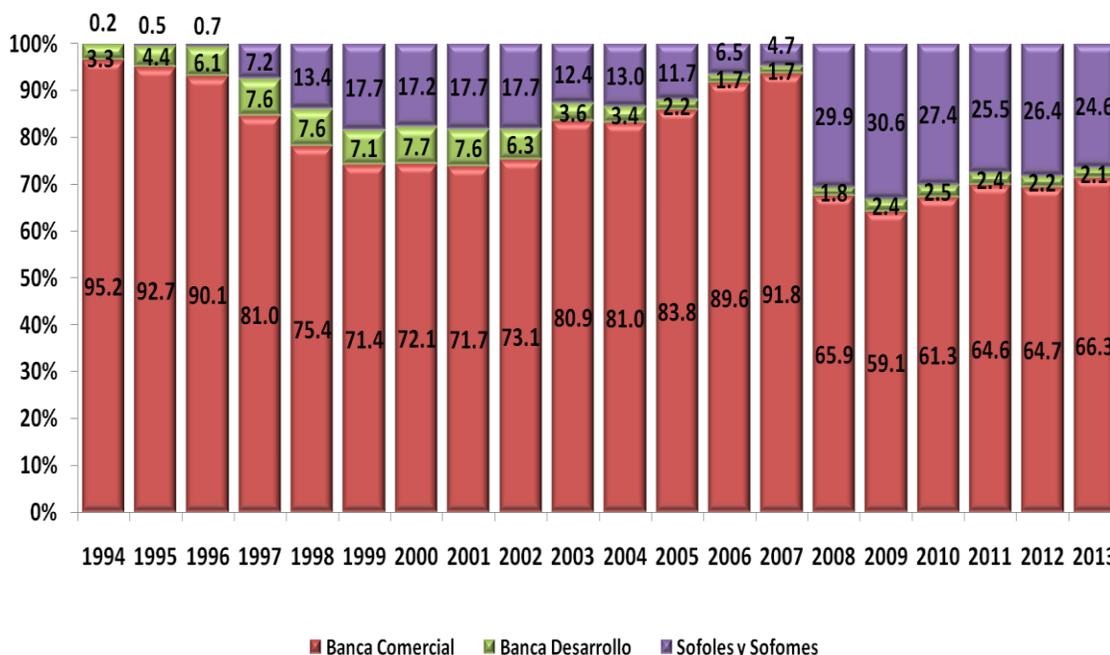
La participación de las SOFOLES y SOFOMES en el mercado de crédito al sector privado no financiero es mínima comparada con el crédito que otorga la banca comercial a este sector. No obstante ello, su participación ha registrado incrementos sustanciales, además de que la misma muestra una tendencia contraria al comportamiento del crédito bancario, esto es, cuando éste se contrae el crédito de dichas sociedades se eleva, en particular en el caso del crédito al consumo.

2.1. Crédito al consumo

En la estructura del crédito al consumo del sector privado no financiero sobresale el predominio de la banca comercial, durante el periodo 1994-2013. Sin embargo, después de la crisis bancaria de 1994-1995, la banca restringe el crédito al consumo, para volver a incrementarlo durante los años 2001-2007. A partir de este último año, dicho crédito ha registrado una tendencia declinante. Por su parte, las SOFOLES y SOFOMES registran un comportamiento contrario a la banca comercial, esto es, aprovechan la reducción del crédito al consumo de la banca comercial para elevar su oferta de este tipo de crédito. El crédito al consumo otorgado por la banca de desarrollo es mínimo, y el mismo ha registrado un fuerte descenso a partir de 2008 (ver Gráfica 1).

La alta participación de la banca comercial en el crédito al consumo nos permite sostener que este mercado le genera una parte importante de sus ganancias, debido a la baja elasticidad del mismo a las variaciones en la tasa de interés. De la misma forma, y debido a esto último, este nicho de microcréditos es una de las principales fuentes de ganancias de las SOFOLES y SOFOMES.

GRÁFICA 1
ESTRUCTURA DEL CRÉDITO AL CONSUMO
AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
 (Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

2.2. Crédito hipotecario

En el año 2000, el gobierno de Vicente Fox instrumentó políticas de fomento para la construcción de vivienda de interés social¹⁵, que incluyó la flexibilidad de los requisitos y mecanismos de otorgamiento de INFONAVIT y FOVISSSTE, los dos grandes fondos de financiamiento de vivienda de los trabajadores en nuestro país. Esta estrategia del gobierno para inducir el crecimiento de la economía por la vía de la construcción, fue aprovechada por las SOFOLES y SOFOMES para otorgar créditos a sectores de bajos ingresos y nula solvencia económica. No obstante ello, la participación de estas sociedades en mínima en el mercado

¹⁵ Se considera que una vivienda es residencial cuando su valor es mayor a 600 mil pesos, vivienda media cuando su valor se encuentra entre 300 mil y 600 mil pesos y de interés social si su valor es menor a 300 mil pesos.

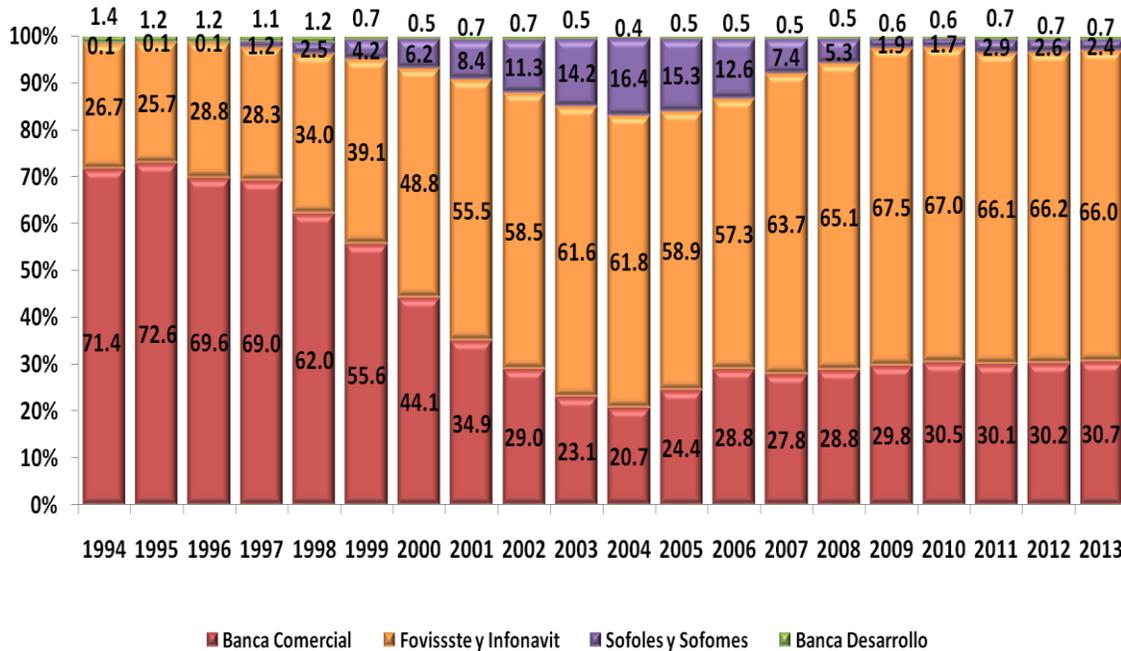
debido a que el INFONAVIT y el FOVISSSTE son los principales otorgadores de este tipo de crédito, seguido por la banca comercial.

En la Gráfica 2 se muestra este comportamiento, a partir del año 2000, se registra un incremento acelerado del crédito otorgado por el INFONAVIT y el FOVISSSTE, acompañado de una mayor participación de las SOFOLES y SOFOMES. Esto último se debe a que estas sociedades otorgaron créditos a los desarrolladores de vivienda de interés social, pero también fungieron como intermediarios entre el INFONAVIT y FOVISSSTE y los beneficiados por los créditos otorgados por estas instituciones. A partir de 2002, la participación de la banca comercial en el mercado de crédito hipotecario ha registrado una drástica reducción, la cual se fue recuperando de forma muy lenta, para estabilizarse en un 31 por ciento en 2013, una participación muy baja si la comparamos con el 70 por ciento que tenía en 1994.

Cabe señalar que el detonador de la crisis bancaria de 1994-1995, fue el alto índice de cartera vencida en el sector hipotecario y de consumo; puede ser que las lecciones de esta crisis obliguen a la banca comercial a ser más cautelosa en el otorgamiento de créditos hipotecarios, dado que se trata de créditos de largo plazo y cuya cobertura depende de la estabilidad de los ingresos de los prestatarios. En el caso de los créditos al consumo, los bancos han mantenido una importante participación; ello se debe a que se trata de crédito de corto plazo y a que los bancos cobran elevadas tasas de interés y comisiones por el manejo de tarjetas de crédito. De tal forma que, aunque pueden ser riesgosos, los bancos obtienen altas ganancias e ingresos permanentes mediante el pago mínimo de las tarjetas.

A partir de 2005, el crédito otorgado por las SOFOLES y SOFOMES mostró un descenso, antes de que el sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos lo hiciera (ver Gráfica 2).

GRÁFICA 2
ESTRUCTURA DEL CRÉDITO HIPOTECARIO
AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
 (Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

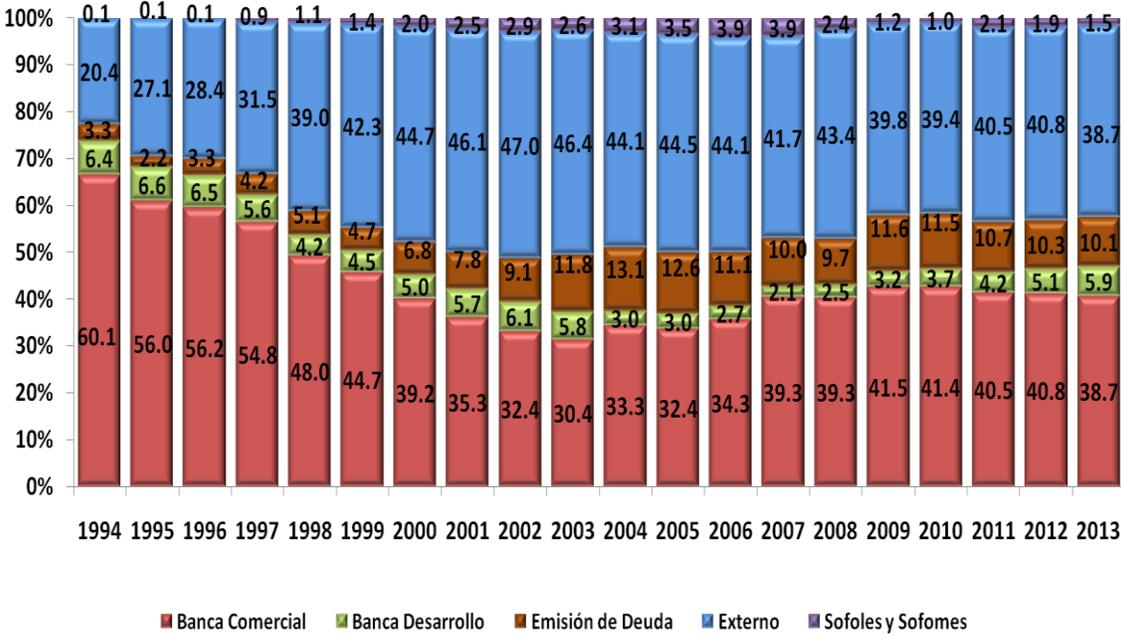
En los siguientes años, algunas de estas sociedades desaparecieron del mercado hipotecario de forma muy discreta con el apoyo financiero del gobierno, para evitar una crisis del sector inmobiliario. Otras reorientaron sus operaciones a otros sectores y replantearon sus estrategias de negocios en el mercado hipotecario. Respecto a la banca de desarrollo, su participación en este mercado es nula a partir de 1999.

2.3. Crédito empresarial

En el financiamiento a las empresas domina el crédito bancario, aunque este ha registrado un descenso después de la crisis bancaria de 1994-1995, con una recuperación a partir de 2007, pero no ha alcanzado el nivel que tenía en 1994, que fue del 60 por ciento, contra el 39 por ciento, en 2013. Este comportamiento demuestra el racionamiento del crédito a las actividades productivas y el

debilitamiento de la función de intermediación de la banca comercial. Una tendencia contraria ha registrado el financiamiento externo a las empresas, el cual muestra un incremento constante, hasta representar alrededor del 40 por ciento del crédito total otorgado al sector de las empresas (ver Gráfica 3). El racionamiento del crédito bancario y las elevadas tasas de interés internas comparadas con las tasas externas, han propiciado y obligado a las empresas a recurrir al financiamiento externo en moneda extranjera. Es evidente que son las grandes empresas las que tienen acceso a este tipo de crédito, y que el mismo está expuesto al riesgo del tipo de cambio. De tal forma que, cuando se efectúe una devaluación del peso, el valor de la deuda externa de las empresas que han obtenido financiamiento externo se elevará.

GRAFICA 3
ESTRUCTURA DEL CRÉDITO EMPRESARIAL
AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
 (Porcentaje)



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.

La emisión de deuda como fuente de financiamiento de las empresas, registró un incremento considerable a partir del año 2000, lo que coincide con la estrategia del gobierno de Fox para impulsar el crecimiento de la economía mediante la construcción de vivienda de interés social. Algunas empresas se hicieron de capital mediante la emisión de deuda, para incursionar en el mercado inmobiliario. Por su parte, la banca de desarrollo tiene una participación ínfima en el financiamiento empresarial, siendo que ésta es su razón de ser. Asimismo, las SOFOLES y SOFOMES tienen una escasa presencia en el financiamiento a las empresas (Ver Gráfica 3). En sus inicios, algunas SOFOLES dirigieron sus créditos al sector automotriz, esto es, para la adquisición de automóviles; sin embargo este nicho de mercado ha sido controlado por las mismas concesionarias automotrices en asociación con la banca comercial.

3. Modificación del marco regulatorio y migración de SOFOL a SOFOM. Concentración e inestabilidad

Como ya se comentó, una SOFOM es una entidad financiera que otorga crédito al público de diversos sectores de la economía, pero no puede captar recursos del público. Dichos recursos los obtienen a través de colocaciones de valores en el mercado bursátil y fondeo de la banca comercial y de desarrollo; además, estas entidades también realizan operaciones de arrendamiento y factoraje financiero.

3.1. Cambios al marco normativo y regulatorio

Antes de la reforma de 2006, las SOFOLES operaban con un marco regulatorio mínimo que delimitaba su naturaleza y características, así como los sectores a los cuales podían otorgar crédito. Con dicha reforma ésta regulación fue eliminada al autorizar la transformación de las SOFOLES (objeto limitado) en SOFOMES (objeto múltiple) como Entidades No Reguladas (ENR). Cabe señalar que esta transformación no requiere de la autorización del gobierno federal; de hecho, la mencionada reforma tenía como objetivo inducir a las SOFOLES,

compañías arrendadoras y empresas de factoraje a migrar a la nueva figura de SOFOMES-ENR.

Así, bajo la nueva denominación de SOFOMES, las anteriores SOFOLES y todas las empresas mercantiles que realizan operaciones de crédito, arrendamiento y factoraje financiero quedaron sujetas al Artículo 8 de la Ley de Impuesto sobre la Renta, contando, por tanto, con las mismas ventajas fiscales que tienen los intermediarios financiero bancarios, las cuales quedan resumidas en dos: 1) para efectos fiscales, el cálculo de su activo se realiza sin afectar su intermediación financiera y 2) quedan exentas del Valor Agregado. Además, por ser una figura nueva, las SOFOMES quedan exentas de los límites de propiedad extranjera estipulados para las arrendadoras y empresas de factoraje financiero en el TLCAN; de tal forma que los inversionistas extranjeros pueden ser propietarios del cien por ciento de los activos en una SOFOM.

Las SOFOMES pueden constituir fideicomisos de garantía al ceder los derechos de créditos con garantía hipotecaria a otro intermediario sin necesidad de notificación al deudor, ni de escritura pública, ni de inscripción ante el Registro Público de la Propiedad correspondiente de conformidad con el Código Civil Federal y los Códigos Civiles de los Estados. Con estas nuevas disposiciones se legaliza la venta de cartera hipotecaria y el proceso de bursatilización de dicha cartera; aunque esta operación ya la venían realizando las SOFOLES al transferir los créditos a un fideicomiso, el que a su vez emitía certificados bursátiles con derechos sobre los flujos derivados del pago de dichos créditos. Este proceso explica en parte, el crecimiento explosivo del financiamiento hipotecario otorgado por las SOFOLES desde el año 2000 (López, 2008:131).

Hacia julio del 2013, fecha límite para que las SOFOLES migraran a SOFOMES, en los registros de la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros sólo se registraba una SOFOL en operación, Agrofinanciera del Noroeste, la cual, sin embargo, ya no podrá operar como tal; el resto ya habían sido revocadas, fusionadas o transformadas en otra

figura, ya sea como banco de nicho o como SOFOM-ENR. La Asociación Mexicana de Entidades Financieras Especializadas (AMFE) ha propuesto la figura de Entidades Financieras Relevantes (EFEs) para que, no obstante que sigan denominándose SOFOMES-ENR, se distingan del resto de este tipo de figuras que sean más pequeñas y que no tienen el peso suficiente que llegaron a tener las SOFOLES, ahora SOFOMES. Cabe mencionar que esta propuesta de las EFEs está contenida en el Plan Estratégico 2020 de la AMFE, mismo que ya han presentado a las respectivas autoridades, principalmente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La reforma financiera que presentó el ejecutivo a finales de 2013, atiende en parte esta propuesta al permitirles a las SOFOMES-ENR pasar a figuras reguladas, pero sólo si forman parte de otra institución financiera ya regulada, como las Sociedades Financieras Populares (SOFIPOS)¹⁶, las Cooperativas de Ahorro y Préstamo (SOCAPS) o si tienen participación en el mercado bursátil. Hoy les está permitido sólo a las que forman parte de un banco. La AMFE ha anexado a esta reforma la propuesta de que las SOFOMES que tengan el capital, el gobierno corporativo y cumplan los requerimientos de la autoridad, puedan solicitar ser reguladas de manera voluntaria. Según el presidente de la AMFE, del total de las 40 entidades que integran la asociación, 80 por ciento podría migrar a SOFOMES reguladas de forma voluntaria, ya que cumplen con los requisitos para ello. Asimismo, se sostiene que lo que quieren las antiguas SOFOLES, ahora SOFOMES-ENR, es seguir siendo entidades reguladas dentro del sistema financiero mexicano (Juárez, 2013).

¹⁶ Las Sociedades Financieras Populares tienen como propósito el fomentar el ahorro popular y expandir el acceso al financiamiento a aquellas personas que por su situación, se han visto excluidas de los sistemas tradicionales de crédito, y en general, propiciar la solidaridad, la superación económica y social, y el bienestar de sus miembros y de las comunidades en que operan, sobre bases formativas y del esfuerzo individual y colectivo.

3.2. Concentración e inestabilidad del mercado de las SOFOLES/SOFOMES

En 2007, un año después de la reforma mediante la que se desreguló el sector de los intermediarios financieros no bancarios, y se autorizó la transformación de las SOFOLES en SOFOMES, las SOFOLES existentes en ese año poseían activos por un valor de 194,000 millones de pesos, al cierre del 2012, ya en el ocaso, el valor de los activos de las 12 que subsistían apenas eran superior a los 32,000 millones de pesos. En el año 2002, 5 SOFOLES/SOFOMES, *Ford Credit de México*, *Hipotecaria Su Casita*, *GMAC Mexicana*, *Hipotecaria Nacional* e *Hipotecaria Crédito y Casa*, concentraban el 73.2 por ciento de los activos de esas sociedades.

En 2007, la participación de estas disminuye, y se incrementa la participación de otras, como *GE Money* y *Dexia Crédito Local México*. En 2012 se hace evidente las crisis del sector de las SOFOLES/SOFOMES hipotecarias, lo que lleva a una reestructuración de este sector, con un claro predominio de 3 sociedades, *ING Hipotecaria*, *Patrimonio* y *BNP Paribas Personal Finance*, las cuales en su conjunto concentran el 82.2 por ciento de los activos (ver Cuadro 2). El punto de inflexión del crédito para vivienda otorgado por las SOFOLES/SOFOMES se da en 2008, ya que éste desciende de 5.3 a 1.9 por ciento, entre 2008 y 2009, respectivamente (ver Gráfica 2). Ello coincide con el estallido de la crisis del sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos. A partir de este año, se cierran las fuentes de financiamiento para estas sociedades especializadas en créditos hipotecarios, lo que aceleró el deterioro de la cartera vencida de las más grandes, en particular de aquellas que otorgaban créditos puente y personales para adquisición de vivienda.

Entre 2008 y 2013, algunas de estas sociedades recibieron ayuda del gobierno federal de forma discrecional, para evitar su quiebra. No obstante ello, no pudieron hacer frente a sus compromisos financieros, y algunas tuvieron que fusionarse, simplemente desaparecer o declararse en quiebra. Este fue el caso de *Su Casita*, la cual se declara en quiebra en 2013.

CUADRO 2
VALOR DE LOS ACTIVOS DE LAS SOFOLES/SOFOMES
(Miles de pesos y porcentaje)

Sofoles	2002		2005		2007		2012	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
ING Hipotecaria*	0	0.0	0	0.0	6,839,610	3.5	13,635,846	42.6
Patrimonio*	2,681,517	2.2	7,793,288	3.7	9,545,963	4.9	9,303,462	29.0
BNP Paribas Personal Finance*	0	0.0	0	0.0	0	0.0	3,393,004	10.6
Sociedad Financiera Agropecuaria*	0	0.0	0	0.0	159,277	0.1	1,046,048	3.3
Corporación Financiera de Occidente*	0	0.0	47,006	0.0	96,813	0.0	998,849	3.1
Finpatria*	0	0.0	82,795	0.0	430,126	0.2	948,678	3.0
Agropecuaria Financiera*	0	0.0	61,822	0.0	211,479	0.1	661,020	2.1
Consupago*	0	0.0	0	0.0	0	0.0	640,051	2.0
Agrofinanciera del Noroeste*	0	0.0	79,936	0.0	171,905	0.1	540,408	1.7
Financiera Educativa de México*	0	0.0	30,533	0.0	81,830	0.0	482,603	1.5
Hipotecaria Independiente*	0	0.0	240,983	0.1	323,103	0.2	202,194	0.6
Ficen*	131,537	0.1	179,442	0.1	214,040	0.1	188,858	0.6
Ford Credit de México	28,708,833	23.8	27,285,635	12.9	26,412,528	13.6	0	0.0
Hipotecaria su Casita	13,617,293	11.3	25,503,011	12.1	31,563,672	16.3	0	0.0
GMAC Mexicana	17,505,552	14.5	25,108,000	11.9	27,347,454	14.1	0	0.0
Hipotecaria Nacional	18,228,359	15.1	18,861,284	8.9	11,163,288	5.7	0	0.0
Hipotecaria Crédito y Casa	10,290,904	8.5	18,923,972	9.0	18,348,169	9.4	0	0.0
GE Money	0	0.0	0	0.0	13,811,089	7.1	0	0.0
Dexia Crédito Local México	0	0.0	485,989	0.2	8,051,382	4.1	0	0.0
GMAC Financiera	940,404	0.8	4,634,487	2.2	6,618,264	3.4	0	0.0
Servicios Financieros Navistar	2,237,224	1.9	2,957,214	1.4	4,952,612	2.6	0	0.0
Crédito Familiar	804,956	0.7	3,627,859	1.7	4,963,275	2.6	0	0.0
Crédito Inmobiliario	4,543,241	3.8	12,609,050	6.0	0	0.0	0	0.0
General Hipotecaria	3,762,138	3.1	7,369,229	3.5	0	0.0	0	0.0
GMAC Hipotecaria	597,015	0.5	1,979,177	0.9	3,107,822	1.6	0	0.0
Metrofinanciera	3,435,505	2.8	10,346,337	4.9	0	0.0	0	0.0
Hipotecaria Bajo	0	0.0	0	0.0	3,183,240	1.6	0	0.0
BMW Financial Services de México	0	0.0	2,090,154	1.0	2,617,107	1.3	0	0.0
Caterpillar Crédito	1,096,271	0.9	1,373,680	0.7	1,285,050	0.7	0	0.0
Terras Hipotecaria	1,816,319	1.5	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Hipotecaria Vértice	0	0.0	914,850	0.4	1,807,700	0.9	0	0.0
Fincasa Hipotecaria	1,697,829	1.4	3,777,144	1.8	0	0.0	0	0.0
Hipotecaria México	1,579,051	1.3	2,542,438	1.2	0	0.0	0	0.0
Hipotecaria Comercial América	1,545,393	1.3	5,675,803	2.7	0	0.0	0	0.0
Hipotecaria Casa Mexicana	155,645	0.1	1,227,414	0.6	1,388,459	0.7	0	0.0

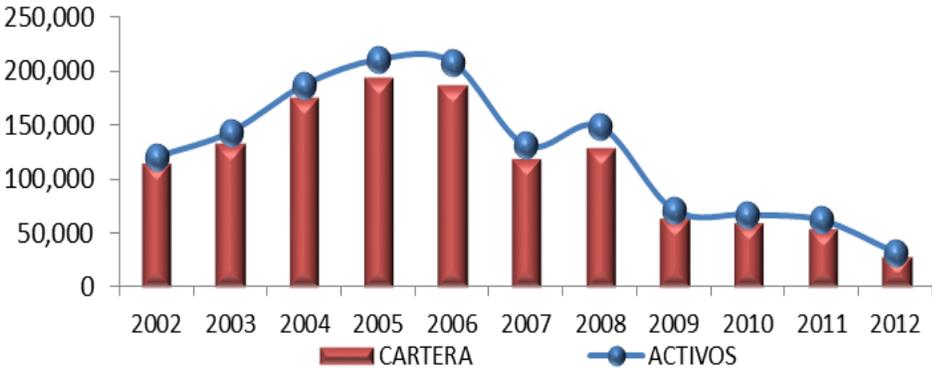
**CUADRO 2
CONTINUACIÓN**

Sofoles	2002		2005		2007		2012	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
Cemex Capital	206,170	0.2	1,028,993	0.5	1,327,320	0.7	0	0.0
Sociedad de Fomento a la Educación Superior	481,470	0.4	1,436,670	0.7	1,501,468	0.8	0	0.0
Sociedad Financiera Associates	992,003	0.8	310,449	0.1	273,637	0.1	0	0.0
Servicios de Crédito Associates	1,207,490	1.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Financiera Finsol	0	0.0	372,467	0.2	924,419	0.5	0	0.0
BPF Finance México	0	0.0	0	0.0	882,189	0.5	0	0.0
Hipotecaria Vanguardia	708,438	0.6	2,522,396	1.2	0	0.0	0	0.0
Créditos Pronegocio	0	0.0	351,648	0.2	701,576	0.4	0	0.0
Financiera Independencia	628,316	0.5	2,038,155	1.0	0	0.0	0	0.0
Financiera Compartamos	570,232	0.5	2,272,206	1.1	0	0.0	0	0.0
Cetelem México	0	0.0	101,233	0.0	491,634	0.3	0	0.0
FinTerra	0	0.0	351,666	0.2	473,075	0.2	0	0.0
Operaciones Hipotecarias de México	370,387	0.3	478,581	0.2	0	0.0	0	0.0
CNH Servicios Comerciales	0	0.0	0	0.0	356,719	0.2	0	0.0
De Lage Landen Agrcredit	0	0.0	219,701	0.1	314,437	0.2	0	0.0
Fomento Hipotecario	105,937	0.1	184,552	0.1	207,179	0.1	0	0.0
Corporación Hipotecaria	0	0.0	171,159	0.1	310,545	0.2	0	0.0
Finarmex	0	0.0	307,888	0.1	272,020	0.1	0	0.0
Agrofinanzas	0	0.0	57,935	0.0	228,258	0.1	0	0.0
Coporativo Financiero Vimifos	0	0.0	0	0.0	201,035	0.1	0	0.0
Sociedad Agroindustrial Sofihaa	0	0.0	103,784	0.0	188,276	0.1	0	0.0
Monex Financiera	0	0.0	48,298	0.0	186,279	0.1	0	0.0
HIR Pyme	0	0.0	73,160	0.0	169,842	0.1	0	0.0
Hipotecaria Associates	48,223	0.0	62,356	0.0	66,212	0.0	0	0.0
Financiera Tú Eliges	0	0.0	0	0.0	109,176	0.1	0	0.0
Financiera Mercurio	0	0.0	55,886	0.0	109,144	0.1	0	0.0
Corporación Financiera América del Norte	65,619	0.1	422,937	0.2	0	0.0	0	0.0
Financiera Alcanza	0	0.0	39,514	0.0	52,752	0.0	0	0.0
Fomento Local Tepeyac	0	0.0	0	0.0	43,761	0.0	0	0.0
Unimex Financiera	0	0.0	37,641	0.0	41,546	0.0	0	0.0
Financiera de Tecnología e Informática	35,915	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Ixe Sofol	0	0.0	75,199	0.0	35,404	0.0	0	0.0
NR Finance México	0	0.0	11,851,423	5.6	0	0.0	0	0.0
Crédito Progreso	0	0.0	111,166	0.1	0	0.0	0	0.0
CHN Servicios Comerciales	0	0.0	77,996	0.0	0	0.0	0	0.0
Capital Plus	0	0.0	47,376	0.0	0	0.0	0	0.0
Total de las Sofoles	362,385,558	300.0	211,020,967	100.0	194,163,161	100.0	32,041,020	100.0

*SOFOLAS activas en 2012, las demás cambiaron a SOFOMES o no continúan activas.
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV.

En la Gráfica 4 se muestra el breve auge de dos años de las SOFOLES/SOFOMES, 2005-2006, en particular de las sociedades dedicadas a dar créditos al sector automotriz e hipotecario, pues su declive inicia en 2007.

GRÁFICA 4
ACTIVOS Y CARTERA DE LAS SOFOLES/SOFOMES
(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV.

A nivel regional, en 6 estados se ubican 568 SOFOMES, lo que representa el 60.2 por ciento del total; distribuidas de la siguiente forma: 238 en el Distrito Federal, 88 en Jalisco, 88 en Nuevo León, 59 en el Estado de México, 50 en Chiapas y 45 en Oaxaca.

De acuerdo con la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Condusef), para 2012 existían 942 SOFOMES-no reguladas que operaban al margen de la ley y de las disposiciones legales para la prevención del lavado de dinero; en tanto que el número de SOFOMES reguladas es muy reducido. Según la misma fuente, de las 3 mil 657 empresas de este tipo localizadas en todo el país, 1 de cada 4 opera en condición de ilegalidad. Existen otras 2 mil 715 SOFOMES-ENR que están debidamente dadas de alta para otorgar créditos al consumo, la vivienda, a las pequeñas y medianas empresas o para realizar servicios de arrendamiento y factoraje financieros. Este sector cuenta con un capital social de poco más de 8 mil 500 millones de pesos.

En 2006, 38 SOFOLES migraron a SOFOMES-ENR; para 2012, del total de las 3 mil 657, el 25.7 por ciento se encontraba en una situación irregular e ilegal ya que no cumplían con lo dispuesto en la ley para operar (Zuñiga, 2012).

Cabe señalar que muchas SOFOMES adoptaron la figura de Entidad No Regulada (ENR) porque asumieron que no existían mecanismos de supervisión ni tenían la obligación de rendir cuentas. Ello es incorrecto, ya que, aun cuando no se encuentren realizando operaciones de crédito, deben cumplir con determinadas obligaciones frente a la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF), tales como inscribirse en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros, constituir la unidad especializada, y rendir el informe trimestral de consultas y reclamaciones, entre otras

La transformación de SOFOLES a SOFOMES ha heredado la estructura de concentración y mercados segmentados que habían conformado las primeras. En su conjunto, en 2010 las SOFOMES reguladas presentan un índice de morosidad del 3.6 por ciento, este indicador se mantiene en 2013, y era considerado como dentro de los niveles recomendables.

Sin embargo, las SOFOMES dedicadas al sector del crédito al consumo presentan un indicador de morosidad superior al 50 por ciento. En el caso de las SOFOMES hipotecarias, no presentan datos para este indicador, suponemos que dicho índice se ha elevado debido a los problemas de cartera vencida que presenta el sector hipotecario en conjunto, lo que ha agravado los problemas de flujo de retorno de las SOFOMES hipotecarias.

Esta información no incluye las SOFOMES no reguladas, ya que no se cuenta con información; ello hace suponer que el problema de cartera vencida fue mayor. En este último, se hace evidente la crisis y quiebra de varias SOFOMES hipotecarias, incluyendo a la más grande, esto es, *Su Casita* (ver Cuadro 3).

En cuanto al rendimiento sobre activos (ROA) y sobre capital (ROE), el sector de las SOFOMES registró un decremento, en particular en el sector hipotecario; en el segmento de las SOFOMES enfocadas al crédito al consumo presentó un buen desempeño en los dos indicadores anteriores (ver Cuadro 3). En cuanto al comportamiento de los rendimientos, debe considerarse que en algunos casos se trata de empresas nuevas que en los primeros años no verán las ganancias reflejadas en sus proyectos, sino hasta después de algunos años.

Asimismo, debe destacarse que dentro del sector conformado por las SOFOMES, SOFIPOS y demás entidades financieras del sector de Ahorro Popular, hay un amplio vacío en la regulación. Siendo las SOFOMES no reguladas y las entidades que están en proceso de evaluación para integrarse al sistema y adoptar alguna figura un nicho proclive a incurrir en malos manejos e irregularidades, que las convierte en la principal fuente generadora de inestabilidad en este mercado.

CUADRO 3
INDICADORES FINANCIEROS DE LAS SOFOMES REGULADAS
(Porcentajes)

Sofomes	Índice de Morosidad (1)		Índice de Cobertura (2)		ROA (3)		ROE (4)	
	2010	2013	2010	2013	2010	2013	2010	2013
AF Banregio	4.3	4.0	159.4	182.4	6.3	5.3	31.4	28.1
Arrendadora Afirme **/	n.a.	3.7	n.a.	97.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Arrendadora Banamex	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.7	n.a.	7.3
Arrendadora Banobras	0.0	n.a.	0.0	n.a.	114.9	n.a.	116.3	n.a.
Arrendadora Banorte	n.a.	1.2	n.a.	148.2	n.a.	3.1	n.a.	19.9
Arrendadora BX+	n.a.	3.1	n.a.	149.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Arrendadora y Factor Banorte	0.9	n.a.	199.0	n.a.	3.2	n.a.	28.0	n.a.
Banregio Soluciones Financieras	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	n.a.	10.7
Consumpago **/	n.a.	52.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito Familiar	2.2	3.4	141.0	466.8	-2.8	0.1	-18.0	0.3
Factoraje Afirme **/	n.a.	0.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Financiera Alcanza	0.0	n.a.	0.0	n.a.	-12.0	n.a.	-82.8	n.a.
Financiera Ayudamos	4.0	13.8	188.5	128.6	-15.5	-5.8	-26.1	-31.6
Financiera Bajío	0.8	0.8	185.3	231.1	1.5	1.9	10.3	10.4
Financiera Banregio	n.a.	5.1	n.a.	165.5	n.a.	0.7	n.a.	1.4
Finanmadrid	n.a.	0.2	n.a.	823.1	n.a.	5.3	n.a.	24.7
Fincasa Hipotecaria	14.0	n.a.	81.8	n.a.	-6.0	n.a.	-47.3	n.a.
Fondo Acción Banamex	6.8	0.0	16.3	n.a.	4.6	-6.3	9.2	-19.3
Globalcard	10.1	52.7	210.0	95.3	-24.5	-10.4	-42.3	-21.6
Grameen Carso	n.a.	0.7	n.a.	1,883.3	n.a.	-4.8	n.a.	-11.2
Hipotecaria Nacional	0.0	0.0	0.0	n.a.	-7.1	13.6	-8.2	21.7
Ixe Automotriz	8.9	n.a.	76.7	n.a.	1.4	n.a.	7.1	n.a.
Ixe Soluciones	26.7	n.a.	115.9	n.a.	-21.1	n.a.	-79.9	n.a.
Mifel	6.5	2.3	160.9	77.4	2.1	2.0	13.7	12.7
Operadora e Impulsora de Negocios ***/	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sociedad Financiera Inbursa	n.a.	4.7	n.a.	153.8	n.a.	3.3	n.a.	19.9
Sólida Administradora de Portafolios */	n.a.	39.7	n.a.	108.8	n.a.	-0.3	n.a.	-1.5
Vivir Soluciones Financieras	8.5	n.a.	88.2	n.a.	-20.8	n.a.	-32.1	n.a.
Total	3.6	3.6	116.3	158.6	0.4	2.5	2.0	13.5

(1) IMOR = Cartera vencida / Cartera de crédito total

(2) ICOR = Estimaciones preventivas para riesgos crediticios / Cartera vencida

(3) ROA = Resultado Neto acumulado en 12 meses / Activos promedio 12 últimos meses

(4) ROE = Resultado Neto acumulado en 12 meses / Capital Contable promedio 12 últimos meses

*/ Cambió de denominación a partir de abril de 2013, antes fue Ixe Soluciones.

**/ Arrendadora y Factoraje Afirme iniciaron operaciones como Sofomers en julio de 2013 y Consumpago en agosto de 2013.

***/ En diciembre de 2013 fusionó a Tarjetas Banamex y posteriormente cambio su razón social por Tarjetas Banamex,.

****/ Se encuentra en proceso de liquidación desde el 1° de octubre de 2013 y no envía información desde agosto de 2013.

n.a No aplica, debido a que la entidad no estaba operando o porque el cálculo no procede.

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV.

CAPÍTULO V

BURSATILIZACIÓN DEL CREDITO HIPOTECARIO EN MÉXICO

El año de 2007 marca el fin del auge del crédito hipotecario y, por tanto, el crecimiento de empresas desarrolladoras e inversionistas vinculados a la construcción de vivienda de interés social. No obstante la declinación de este sector, la crisis del mismo no estalla de inmediato debido al apoyo financiero que les otorgó el gobierno a las SOFOLES/SOFOMES del sector hipotecario. Cabe mencionar que la crisis del sector hipotecario *subprime* de los Estados Unidos estalla en 2008, y dada su profundidad y efectos sistémicos, impactó a los mercados financieros a nivel mundial durante 2009-2010.

La crisis del sector hipotecario en México es el resultado de la combinación de varios factores, que incluye el propio modelo de vivienda, el impacto de la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE.UU. en el mercado financiero mexicano, los cambios en las políticas hacia el sector hipotecario y en la normatividad contable, las limitaciones de las empresas para adaptarse a los cambios en el entorno, las decisiones y medidas que se fueron tomando para enfrentar dichos cambios.

El modelo que adoptaron las empresas desarrolladoras de vivienda de interés social, algunas de las cuales ya desaparecieron o se encuentran en graves problemas financieros, se basó en la construcción de elevados volúmenes vivienda a precio muy bajo. En gran medida este modelo fue inducido por la política del gobierno de otorgar subsidios a las empresas que construyeran ese tipo de vivienda; estrategia que tenía un doble objetivo, por un lado, estimular el crecimiento de la economía mediante la industria de la construcción, y por el otro, reducir el rezago en materia de vivienda de interés social.

Con respecto a este último objetivo, dicha política parecía exitosa y viable, ya que se atendería la necesidad de vivienda de importantes segmentos de la población que ingresaban por primera vez al mercado hipotecario. Sin embargo, el modelo resultó poco flexible para adaptarse a los cambios en el entorno, que abarcaron desde lo económico hasta lo social, pasando por los programas y políticas de apoyo al sector. Asimismo, se subestimaron las señales que apuntaban al desgaste del modelo, como la baja o nula solvencia de los prestatarios a los que se les otorgó créditos hipotecarios, el debilitamiento del crecimiento económico y la baja generación de empleos fijos.

Inducir el crecimiento de la economía solamente a través de la construcción de vivienda de interés social, que es solo uno de los segmentos de la industria de la construcción, tiene fuertes limitantes si consideramos que se trata de créditos de largo plazo cuyo pago exige la percepción permanente en el tiempo del ingreso de las familias. Ello depende de un crecimiento económico estable y sostenido, lo que implica a su vez generación de empleo y una mejor distribución del ingreso.

1. Estructura y evolución del sector hipotecario en México. Burbuja crediticia e inestabilidad financiera del segmento de las SOFOLES/SOFOMES

En los inicios de la administración del presidente Vicente Fox (2000-2006), se instrumentó una política de fomento a la construcción y adquisición de vivienda de interés social, para inducir, en primer lugar, el crecimiento económico, y en segundo, reducir el rezago en la demanda de este tipo de vivienda. El incremento de la oferta de recursos por parte del Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (FOVISSSTE) y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), los dos grandes fondos federales de ahorro para la vivienda, así como la flexibilización de los requisitos y condiciones para otorgar créditos para la compra de vivienda tanto por parte de estos fondos como de los bancos comerciales y los intermediarios financieros no bancarios que otorgaban créditos hipotecarios, tales

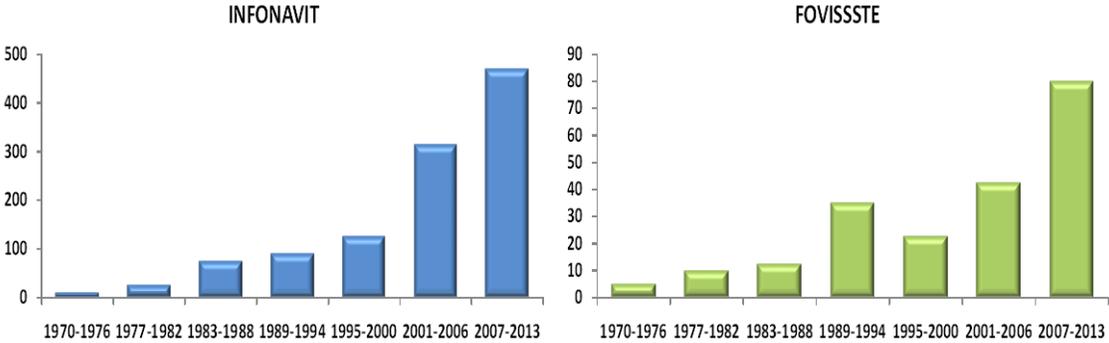
como las SOFOLES/SOFOMES, fueron los mecanismos que impulsaron esta política. El dinamismo de la oferta y construcción de vivienda de interés social y el otorgamiento de crédito por parte del INFONAVIT y FOVISSSTE durante 2000-2013, superó con mucho las cifras del periodo 1970-2000.

Los subsidios otorgados a los trabajadores que percibían menos de dos salarios mínimos para adquirir una vivienda de interés social, definida como la vivienda cuyo valor de su construcción no rebasa los 230,000 pesos, en 2002 representaba el 2 por ciento de los financiamientos, para 2011 dicho subsidio representaba el 21 por ciento (Bibian, 2013). Entre las compañías que se beneficiaron de este subsidio e impulsaron el crecimiento del mercado, estaban *ARA, Geo, Homex, Sare y Urbi*. Entre 2003-2005, las últimas cuatro empresas empezaron a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores, para obtener recursos mediante la emisión de Bonos Respaldados por Hipotecas (BORHIS), para financiar su crecimiento acelerado. A ello contribuyó la autorización del gobierno federal para construir viviendas en zonas alejadas de las ciudades, ya que el costo de los terrenos es más bajo. El costo de la tierra representa aproximadamente entre el 9 y 18 por ciento del costo total de la vivienda, así que en la medida que los terrenos se ubiquen en zonas alejadas de los centros urbanos su costo disminuye.

A pesar de los problemas de transporte y económicos que les generó a los adquirentes de este tipo de vivienda, la construcción y el otorgamiento de créditos para la adquisición de vivienda de interés social registró un crecimiento muy dinámico entre 2000-2013 (ver Gráfica 1). El gobierno se había fijado el objetivo de disminuir el déficit de vivienda, que en esos años se calculaba en 16 millones de viviendas; pero, en 2007 inicia una tendencia declinante. Sin embargo, el incremento en los costos de transporte para trasladarse a los centros de trabajo de quienes habían adquirido estas viviendas, se vieron en la necesidad de abandonarlas para rentar viviendas más cercanas a sus centros laborales. Ello provocó que se dejaran de pagar los crédito y el abandono de las viviendas; además, para evitar o detener este éxodo era necesario que los gobiernos locales y federal realizaran elevadas inversiones en infraestructura y servicios básicos

para retener a los habitantes de estos nuevos desarrollo habitacionales, que surgieron sin ninguna planeación e inducidos por la burbuja de crédito hipotecarios. Entre 2000-2007, en un contexto de acelerado incremento de la oferta de vivienda de interés social y la burbuja de créditos hipotecarios, resultaba impensable que el modelo de titulización de la cartera de créditos hipotecarios entraría en crisis en México, si además, consideramos que el mismo modelo se consideraba exitoso en los EE.UU.

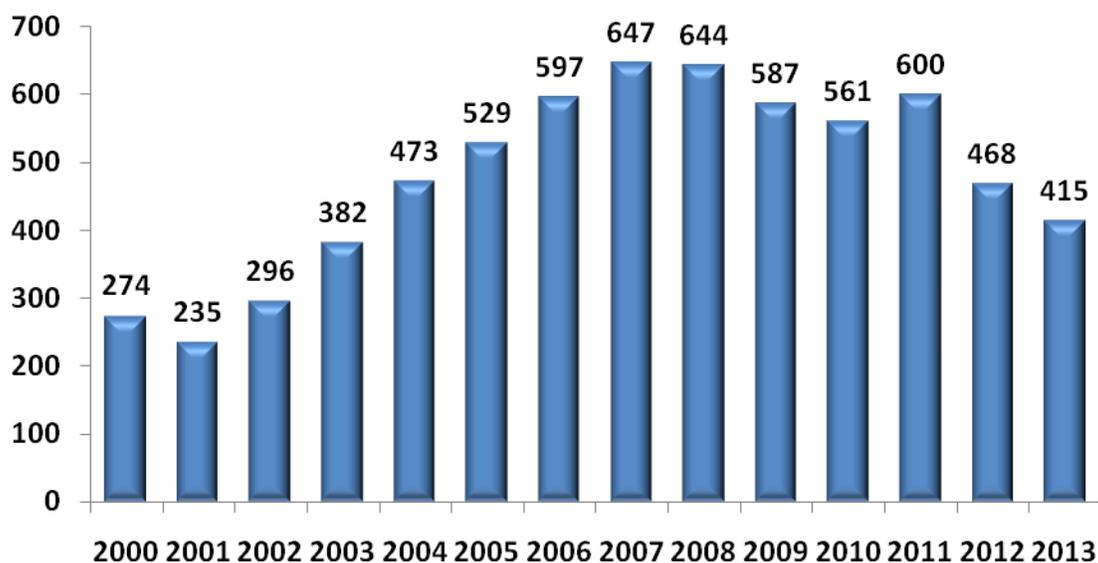
GRÁFICA 1
NÚMERO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS
PROMEDIO DEL PERIODO
INFONAVIT Y FOVISSSTE
1970 – 2013
(Miles de créditos)



Fuente: elaboración propia con datos de BBVA Research.

En México, el otorgamiento de créditos hipotecario registró su nivel más alto en 2007, justo cuando inicia la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE. UU.; en ese año se otorgó un total de 647 mil créditos. Después de una leve reducción entre 2008-2010, se registra una recuperación en 2011, en 2012 hay una caída estrepitosa que se acentúa en 2013, llegando a niveles apenas superiores a los 415 mil créditos (ver Gráfica 2). Si bien la crisis no estalla en 2007, debido a los apoyos financieros que el gobierno otorgó a las empresas que ya presentaban problemas financieros desde 2008, entre 2012 y 2013 se hizo evidente la difícil situación por la que atravesaba el sector para cumplir con sus acreedores, debido al elevado índice de cartera vencida que presentaba. Este fue el caso de la SOFOL *Su Casita*, la cual no pudo enfrentar los graves problemas financieros y se declaró en quiebra en 2013 (ver Gráfica 2).

GRÁFICA 2
NÚMERO DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS
2000-2013
(Miles de créditos)



Fuente: elaboración propia con datos de BBVA Research.

El sector que otorga créditos hipotecarios está conformado por el INFONAVIT, FOVISSSTE, la banca comercial y las SOFOLES/SOFOMES; por su parte la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) es el órgano que regula y supervisa a este sector. Entre 2009-2013, las instituciones públicas INFONAVIT e ISSSTE participaban aproximadamente con más del 80 por ciento del total de créditos otorgados, y en términos de valor, ambos fondos aportaron alrededor del 60 por ciento (ver Cuadro 1).

**CUADRO 1
MERCADO HIPOTECARIO
2009-2013**

	Núm. Créditos (Miles)			Monto de Crédito (Miles de Millones MX\$)		
	2009	2013	var. %	2009	2013	var. %
Inst. Privadas	39	76	95.4%	64	79	23.6%
Bancos	36	74	104.2%	61	78	27.7%
SOFOL/SOFOMES	3	2.7	-10.0%	3	1	-60.0%
Inst. Públicas	548	339	-38.2%	151	107	-29.2%
Infonavit	447	285	-36.2%	104	80	-23.5%
Fovissste	100	53	-46.6%	47	27	-41.9%
Total	587	415	-29.4%	216	186	-13.9%

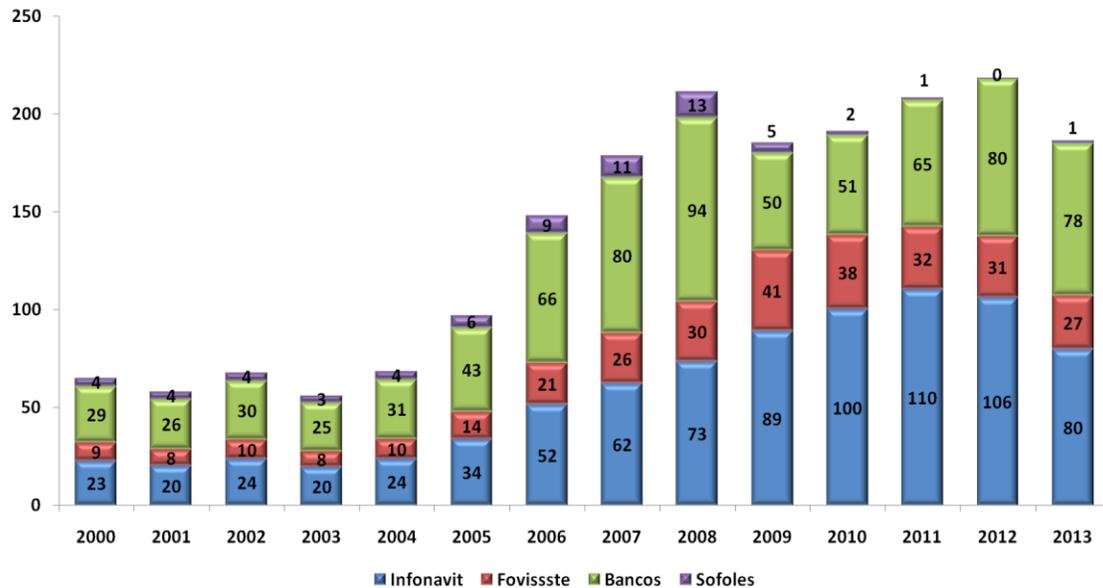
Nota: Los cofinanciamientos se contabilizan en los créditos otorgados por institutos públicos

Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Research.

Entre 2003-2006 las instituciones privadas incrementaron el valor del crédito otorgado, aunque fue mayor el incremento de la banca comercial que el de las SOFOLES/SOFOMES hipotecarias. Además, debe considerarse que la banca comercial es una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas desarrolladoras de vivienda en general. Por su parte, en el sector de las instituciones públicas sobresale la mayor aportación del INFONAVIT, lo cual es entendido, dado el mayor número de cotizantes. A partir de 2008 se registra una fuerte reducción del valor de los créditos otorgados por parte de las instituciones privadas, en particular de las SOFOLES/SOFOMES, hasta casi desaparecer entre 2009-2013 (ver Gráfica 3). La leve recuperación que se registra a partir del 2010 y parte del 2011, 600 mil créditos, se debe al mayor incremento de créditos otorgados por el INFONAVIT, lo que representó un incremento del 2 por ciento en el número de créditos y un crecimiento del 12 por ciento en el valor de los créditos, en términos reales respecto a 2009. La recuperación del crédito hipotecario no fue homogénea en todos los estados de la república, y tampoco por segmento del mercado (BBVA, 2011).

En efecto, la recuperación se debe al incremento de los créditos en el segmento de instituciones públicas, en particular por parte del INFONAVIT, lo cual se explica por la demanda insatisfecha de vivienda de éste fondo y FOVISSSTE.

GRÁFICA 3
CRÉDITO HIPOTECARIO
POR INSTITUCIÓN
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia con datos de BBVA Research.

El hecho de que la participación de las SOFOLES/SOFOMES en el sector hipotecario sea mínima en el mercado de créditos hipotecarios no significa que no sea necesario que se regule y supervise su operación, ya que al ser generadoras de liquidez, aunque no sean bancos, se convierten en una fuente potencial generadora de inestabilidad financiera. Si bien la política de vivienda implementada durante el gobierno de Fox indujo el boom en la construcción de vivienda de interés social, y éste a su vez incentivó la burbuja crediticia generada por la banca comercial y el segmento de las SOFOLES/SOFOMES, es evidente que la banca comercial y las SOFOLES/SOFOMES aprovecharon dichas condiciones para elevar sus ganancias flexibilizando los requisitos para otorgar créditos a los demandantes de vivienda y financiar las inversiones de las empresas desarrolladoras de vivienda.

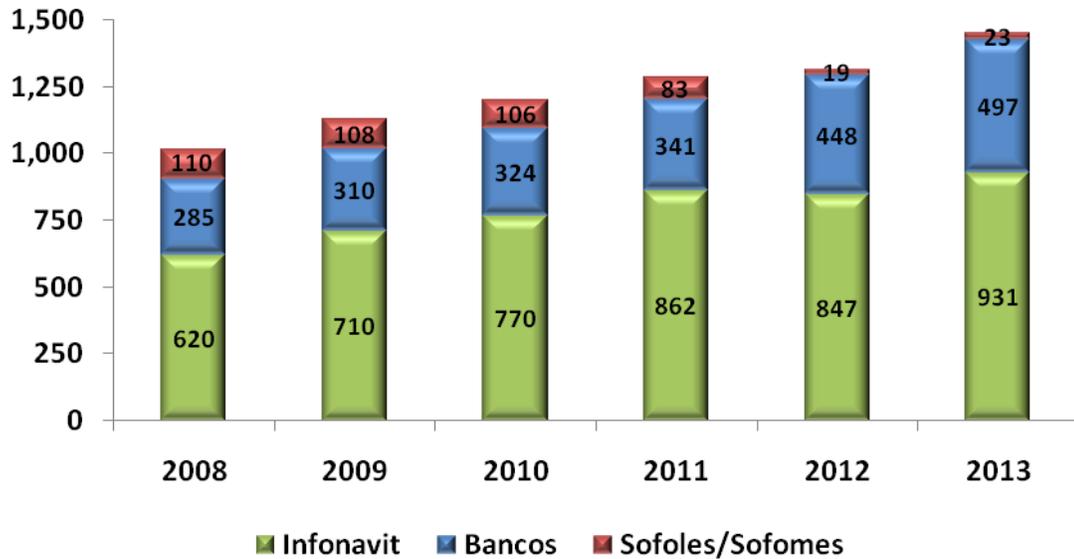
La inestabilidad financiera en el sector hipotecario provocada por los problemas de insolvencia de tres de las principales empresas desarrolladoras, *Geo*, *Homex* y *Urbi*, es una muestra de la necesidad de establecer un marco regulatorio viable para este sector. De hecho, la Bolsa Mexicana de Valores se vio obligada a excluir a estas empresas de la muestra que conforma el IPC, debido a la caída de las cotizaciones de sus acciones, después de haber registrado durante 2005-2007 un comportamiento muy dinámico y un incremento extraordinario en sus precios.

1.1. Comportamiento de la cartera hipotecaria administrada. Incremento de la cartera vencida en vivienda y construcción

La cartera de créditos individuales hipotecarios administrada del INFONAVIT y de la banca comercial registró un comportamiento positivo en los años 2008-2013; por el contrario, el segmento de las SOFOLES/SOFOMES mostró una tendencia declinante. Ello deja ver que la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE. UU. y el bajo crecimiento que registró la economía mexicana en 2009 afectó más a dicho segmento del mercado hipotecario. En la gráfica 4 se muestra un estancamiento entre 2008-2009, en el valor de los créditos otorgados SOFOLES/SOFOMES, para reducirse drásticamente en 2012-2013 ante el cambio de figura jurídica, quedando solamente las SOFOMES.

El deterioro en la cartera de créditos individuales del segmento del mercado hipotecario atendido por las SOFOLES/SOFOMES se reflejó en un incremento del índice de su cartera vencida, el cual se disparó al 24 por ciento de su cartera total en 2013 (ver Gráfica 5). Este comportamiento contrasta con el índice de morosidad de los bancos y el INFONAVIT, mismos que no son mayores al 6 por ciento, y con la tendencia a estabilizarse del índice de cartera vencida del sector de créditos hipotecarios en su conjunto. De acuerdo con la Asociación Hipotecaria Mexicana (AHM), al cierre del 2010, el índice de cartera vencida en créditos individuales administrados por el sistema hipotecario mexicano, ascendió a 6.3 por ciento indicador que se mantiene en este nivel al cierre de 2013, debido a que los bancos e Infonavit administran la mayor parte de la cartera de créditos hipotecarios (ver Gráfica 4).

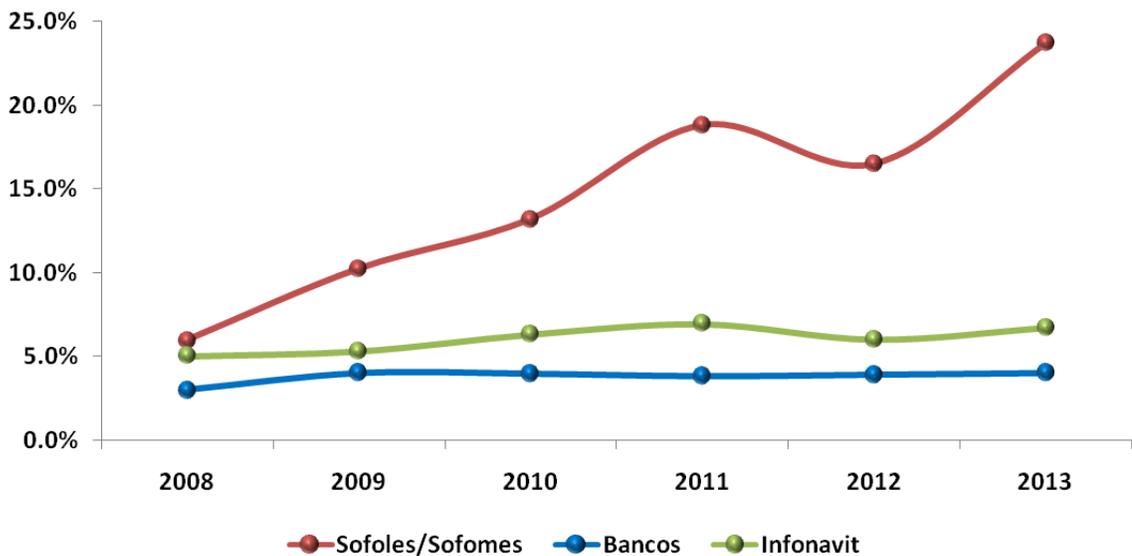
GRÁFICA 4
SALDO TOTAL DE LA CARTERA ADMINISTRADA
MILES DE MILLONES DE PESOS
2008-2013



Incluye cartera en balance y fuera de balance (bursatilizada) de todos los participantes. Excluye cartera de **Metrofinanciera** y de *Crédito y Casa*.

Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Hipotecaria Mexicana.

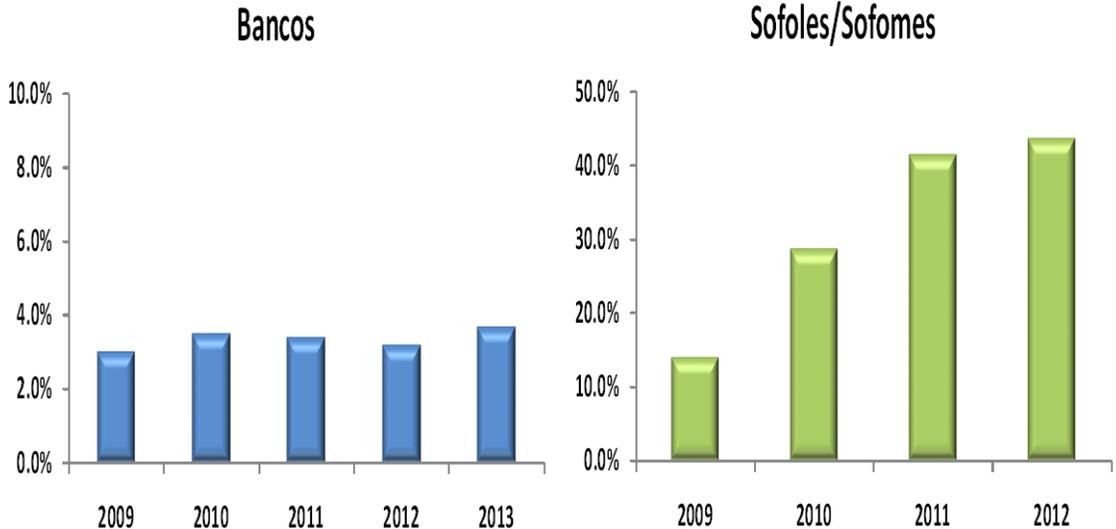
GRÁFICA 5
CARTERA VENCIDA EN CRÉDITOS INDIVIDUALES
2008-2013



Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Hipotecaria Mexicana.

En cuanto al índice de cartera vencida de créditos al sector de la construcción de vivienda de las SOFOLES, la situación es más crítica que en la cartera de créditos individuales, ya que el mismo se sitúa arriba del 40 por ciento (ver Gráfica 6). Ello explica la crisis financiera del segmento hipotecario de las SOFOLES/SOFOMES.

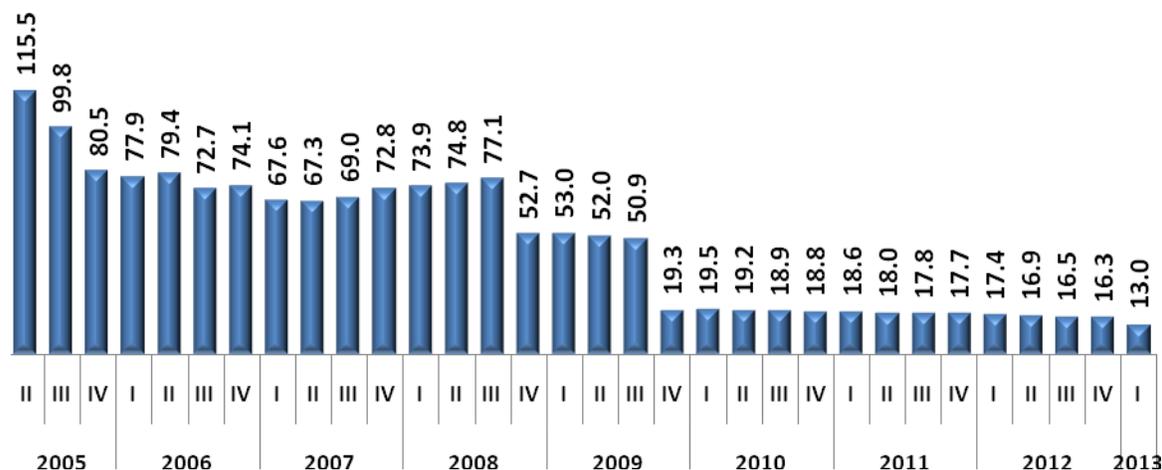
**GRÁFICA 6
CARTERA VENCIDA DE CRÉDITO A LA CONSTRUCCIÓN
BANCOS Y SOFOLES/SOFOMES
2009-2013**



*Nota: Para 2013 no hay información publicada de SOFOMES en este sector.
Fuente: Elaboración propia con datos de AHM y CNBV.

Considerando que 2005 fue el año de mayor crecimiento del crédito otorgado por las SOFOLES/SOFOMES, con 115.5 millones de pesos, y que en 2008 dicho monto se reduce más de la mitad, 77 millones de pesos, la recuperación del segmento de las SOFOLES/SOFOMES se vislumbra difícil porque la contracción en la cartera de crédito ha continuado, para 2013 su cartera de crédito tenía un monto de 13 millones de pesos (ver Gráfica 7). A ello deben sumarse los efectos de los cambios en la regulación y política de vivienda, siendo el principal la eliminación de los subsidios a las constructoras. Es previsible esperar la desaparición de muchas SOFOMES del ramo de la vivienda.

GRÁFICA 7
SOFULES: CARTERA DE CRÉDITO A LA VIVIENDA
Trimestral 2005-2013
(Millones de pesos)



Fuente: *El Economista*, 15 Julio 2013, México.

1.2. Inestabilidad financiera y crisis del segmento de las SOFOLES/SOFOMES: Bonanza, burbuja crediticia y crisis de insolvencia

El auge dentro del sector vivienda tuvo su origen en la complicada situación económica que se vivió con la crisis de 1995. Después de la crisis financiera, la banca comercial redujo al mínimo su actividad en el mercado hipotecario. Entre 1995 y 1998 el INFONAVIT otorgó menos de 300,000 créditos hipotecarios. En este contexto macroeconómico, el gobierno federal instrumentó la política de inducir el crecimiento económico por la vía de la construcción de vivienda de interés social, dado el elevado rezago que presentaba la oferta y la creciente demanda de la misma. Ello implicó flexibilizar los criterios y requisitos que venían aplicando los dos grandes fondos de vivienda, esto es, INFONAVIT y FOVISSSTE, para otorgar los créditos a sus cotizantes, además del otorgamiento de más recursos a dichos fondos por parte del gobierno federal. A partir de 1999, el INFONAVIT, principal generador de hipotecas, duplicó el número de créditos que había otorgado en los últimos tres años.

En 2002, ante el *boom* de créditos para los compradores de casas otorgados por INFONAVIT, FOVISSSTE e Hipotecaria Nacional, el mercado de bonos se abrió para dar acceso a las empresas desarrolladoras de vivienda y a los intermediarios financieros no bancarios que participaban en el mercado de créditos hipotecarios. Inducidas por este ambiente de auge y expectativas de altas ganancias, algunas empresas empezaron a emitir bonos internacionales y acciones. Ello reafirmaba las expectativas de mediano plazo; de tal forma que, la inversión en el sector de la construcción de vivienda se incrementó durante los años 2003-2005.

En 2003, todo indicaba que el mercado hipotecario en México estaba entrando en una fase expansiva, con una elevada oferta de vivienda, una alta demanda de interés social inducida, por un lado, por el rezago histórico que prestaba atención a este tipo de vivienda, y por el otro, por la flexibilidad en los requisitos para acceder a los créditos hipotecarios. Las empresas desarrolladoras de vivienda recurrieron a las innovaciones financieras y a la colocación de bonos hipotecario para generar liquidez, para elevar la oferta de vivienda, y de esta forma responder a la demanda que estaban generando tanto las instituciones públicas, como el INFONAVIT y el FOVISSSTE, como los intermediarios financieros bancarios y no bancarios, como la banca comercial y las SOFOLES/SOFOMES, respectivamente.

En el contexto de la burbuja del crédito hipotecario, los bancos comerciales y los intermediarios financieros no bancarios relajaron los criterios y modelos estadísticos para evaluar el riesgo, como lo había descrito Minsky. Dicha burbuja fue propiciada por la misma política de vivienda que se implementó para inducir la reactivación económica por la vía de la construcción de vivienda; por ejemplo, hasta 2011, las autoridades correspondientes permitieron a las empresas desarrolladoras de vivienda registrar como ingreso el valor total de la vivienda siendo que solo recibían un pequeño anticipo de dicho valor. Esta contabilidad en las hojas de balance es contraria a la práctica internacional.

Además, el anticipo no significa certeza de que la operación concluiría exitosamente; de esta forma, los estados de resultados y los ingresos se vieron sobrevaluados.

Las empresas desarrolladoras de vivienda construyeron en zonas cada vez más alejadas de las ciudades y centros urbanos, que carecían de servicios básicos, como agua y electricidad. Mediante acuerdos con el gobierno federal y estatal, estas compañías compraron grandes extensiones de tierra para acelerar su crecimiento, pues en ausencia de un plan para el crecimiento ordenado de vivienda y el elevado rezago habitacional, las empresas desarrolladoras construyeron conjuntos habitacionales de forma desordenada y de forma irresponsable. La compra de terrenos a bajos precios debido a su ubicación en zonas lejanas a las ciudades, elevó las ganancias de las empresas desarrolladoras, pues los costos de construcción se redujeron significativamente. Esta situación se reflejó en una elevación de los rendimientos de las acciones de estas empresas; entre 2004-2012, las acciones de *Urbi* aumentaron un 50 por ciento, las de *ARA* ganaron un 36 por ciento, y las de *Homex* se incrementaron un 20 por ciento (Bibian, 2013).

Para ilustrar este *boom* de las empresas desarrolladoras basta poner los siguientes ejemplos: en 2004, *Homex* se ubicaba en el lugar 175 dentro de las 500 empresas más grandes de la revista *Expansión*, en el 2012, ocupó la posición 94; *Geo* subió 40 lugares y llegó al 97, en los mismos años; *Urbi* ascendió 36 posiciones para llegar al lugar 120, para los mismos años. La excepción fue *ARA*, quién en el mismo periodo, cayó 52 lugares para posicionarse en el lugar 214.

Las empresas desarrolladoras que adoptaron el modelo de negocio basado en la emisión de Bonos Respaldados por Hipotecas (BORHIS) para generar liquidez, en 2008, en el marco de la crisis del sector hipotecario *subprime* de los EE. UU., presentaron fuertes problemas de liquidez para hacer frente a sus pagos de las obligaciones generados por la bursatilización de los bonos.

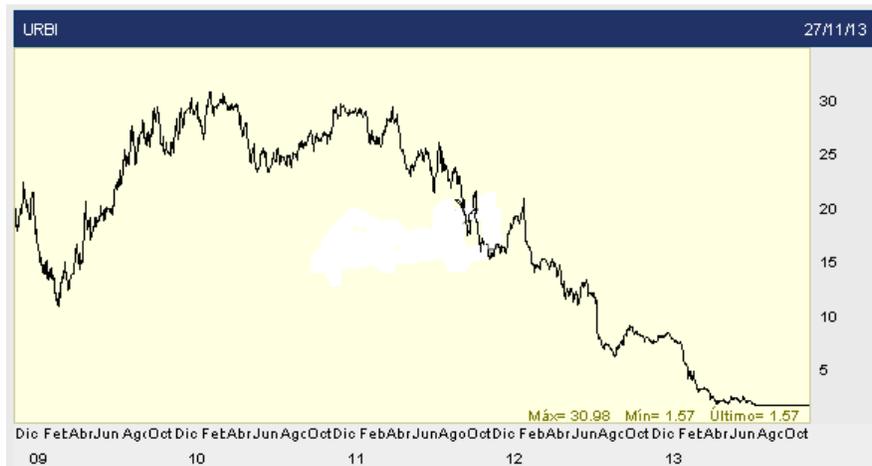
A partir de ese año, la contracción del sector fue estrepitosa; al cierre de 2102, la construcción de vivienda tuvo un valor de producción de 536,162 millones de pesos, equivalente al 3.63 por ciento, como proporción del PIB, una reducción de más de 1 punto porcentual si lo comparamos con el máximo histórico de 2008, que fue de 4.33 por ciento, como proporción del PIB. Las cinco empresas más grandes vieron reducida su participación en la construcción de vivienda; en su conjunto, su participación se redujo del 35 por ciento en 2006, al 17 por ciento en 2012, en el total de la construcción de vivienda (BBVA, 2013). En 2013, ya no fue posible ocultar la crisis del sector vivienda; los reportes del primer trimestre de dicho año, muestran que *Geo*, *Homex* y *Urbi* redujeron sus ventas en 38, 46 y 85 por ciento, respectivamente.

Los problemas de insolvencia y liquidez de estas empresas no solo les impidieron hacer frente a sus pasivos con bancos, inversionistas y proveedores, sino también mantenerse en operación. En el mes de mayo de 2013, *Geo* y *Urbi* manifestaron su incapacidad para cubrir los pagos de intereses correspondientes a sus bonos emitidos en moneda extranjera. En ese mes, INFONAVIT anunció un embargo a *Urbi*, *Geo* y *Homex* por incumplimiento de pago en el programa 70-70. Este programa se aplicó en 2012, y consistía en que el INFONAVIT pagaba el 70 por ciento del valor de la vivienda en el momento que la empresa desarrolladora terminará el 70 por ciento de la obra.

En la Grafica 8 se muestra el comportamiento del precio de las cotizaciones de *Geo*, *Urbi* y *Homex* durante los años 2009-2012; en los tres casos la caída, a partir del precio máximo alcanzado en el último trimestre de 2009, fue similar. *Geo* registró una caída del 96 por ciento, *Urbi* del 95 por ciento, y *Homex* del 97 por ciento. Esta situación obligó en noviembre de 2013, a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) a sacar a estas empresas de la muestra de empresas que se consideran para el cálculo del Índice de Precios y Cotizaciones (IPC).

GRÁFICA 8
COTIZACIONES DE LAS ACCIONES
HOMEX, GEO Y URBI
2009-2013.

Cifras en pesos



Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV e Invertia.

Ante la magnitud de los problemas de insolvencia de las empresas desarrolladoras de vivienda, así como la ausencia de un plan de desarrollo de vivienda, que condujeron a los problemas de falta de servicios básicos de la mayoría de los conjuntos habitacionales que se construyeron en zonas alejadas de los centros urbanos, la administración de Enrique Peña Nieto anunció que en los siguientes años se aplicarían nuevos criterios y reglas para regular la participación en el sector de la vivienda de las empresas desarrolladoras.

A finales de junio del 2013, el gobierno anunció las reglas de operación para 2014 del programa de subsidios a la vivienda; en dicho programa sobresalen el establecimiento de criterios mínimos para delimitar las zonas urbanas y las condiciones mínimas para acceder al subsidio para las viviendas ubicadas en la periferia. La nueva política para el sector de construcción de vivienda para sectores de bajos ingresos enfrenta el reto de resolver no solo los problemas financieros, urbanos, de abandono de vivienda y de infraestructura habitacional básica que generaron las políticas que para el sector se aplicaron en los dos últimos sexenios, sino también resolver el problema del rezago histórico de vivienda, en particular para los sectores de bajos ingresos.

Este reto implica que las empresas desarrolladoras que superaron la crisis del sector hipotecario y que permanecen en el mercado de construcción de vivienda, sean capaces financiera y técnicamente de enfrentar las nuevas condiciones. Por un lado, tendrán que replantear su modelo de negocios, pues deberán depender menos de los subsidios gubernamentales, ya que entre los cambios está la reducción de los subsidios a las mismas. Asimismo, deberán adaptarse a construir centros habitacionales bajo un marco restrictivo, pues uno de los cambios establece adoptar el modelo horizontal más que el vertical, lo que implica un incremento en los costos de construcción. Además, enfrentarán la competencia de nuevas empresas de menor tamaño, pero más preparadas y flexibles para competir en este nuevo entorno.

2. La bursatilización del mercado hipotecario

A partir de 2003, la bursatilización de la cartera de crédito hipotecario en México inicia una tendencia muy dinámica con la emisión de Bonos Respaldados por Hipotecas (BORHIS) de *Mac Hipotecaria*, *Hipotecaria Su Casita*, *Metrofinanciera*, *GMac Financiera* e INFONAVIT. La bursatilización de hipotecas también es conocida como titularización de hipotecas o títulos respaldados por hipotecas (MBS por sus siglas en inglés, *Mortgage-Backed-Securities*). Los BORHIS son instrumentos de deuda que tienen un conjunto (“pool”) de créditos hipotecarios como respaldo.

2.1. Tipos de BORHIS y riesgos

Los agentes participantes en el mercado de vivienda, esto es, empresas desarrolladoras, como las mencionadas arriba, SOFOLES y bancos comerciales, bursatizaron su cartera de créditos hipotecarios mediante la emisión de BORHIS, que son certificados bursátiles. Mediante la emisión de estos certificados, las instituciones autorizadas para colocar estos bonos, llamados vehículos o fideicomisos, que realizan la función de intermediarios en el proceso de bursatilización entre las empresas que originaron las hipotecas bursatilizadas y los inversionistas finales adquirentes de estos bonos, por un lado, fortalecen su estructura de capital al disminuir su deuda, ya que con estas operaciones eliminan el crédito hipotecario otorgado, y por el otro, al mismo tiempo, generan nueva liquidez para seguir expandiendo la burbuja crediticia. El resultado final de este mecanismo, es la distribución o socialización del riesgo de no pago que fue generado por las instituciones que originaron el crédito hipotecario y, por tanto, generadoras de la inestabilidad financiera y riesgo sistémico.

Considerando que el flujo de pago de los BORHIS depende de los flujos del conjunto de hipotecas que respalda la emisión, y que muchos de los créditos hipotecarios se dieron a prestatarios de baja o nula solvencia económica, para hacer frente a un crédito que es de largo plazo, los BORHIS llevaban implícito un

alto riesgo de no pago. En el periodo de auge de la bursatilización, 2003-2006, solo se consideraron dos tipos de riesgos a los BORHIS: 1) el riesgo de prepago, que se presentaría cuando el crédito hipotecario sea pre-pagado porque se vende la casa, por aceleración en la amortización de los pagos en la cartera que lo respalda o por una caída en las tasas de interés, en consecuencia, el BORHI se pre-paga en la misma proporción; y 2) el riesgo de *default*, es decir, que los acreditados no paguen su crédito hipotecario y que el fideicomiso no tenga recursos suficientes para pagar. Existen otros riesgos asociados a los BORHIS, que no fueron considerados cuando estos bonos empezaron a emitirse, entre los que se encuentran los siguientes: del emisor, del administrador de los activos, de ejecución de garantías y seguros, de mercado y de liquidez.

Existen tres tipos de bonos respaldados por hipotecas:

- 1) *Mortgage Pass-Through*. Estos BORHIS, conformados por un conjunto de hipotecas originadas por instituciones autorizadas, son vendidas al mercado a través de un fideicomiso que emite los bonos. El bono refleja la vida del crédito hipotecario.
- 2) *Collateralized Mortgage Obligations (CMO)*. Este tipo de bono es similar al bono anterior con la diferencia que se estructura en diferentes clases, por ejemplo en A, B, C, donde cada una tiene diferente duración, especificada en el prospecto, con la finalidad de disminuir el riesgo de prepago.
- 3) *Stripped Mortgage-Backed Securities*. Este tipo de BORHIS se distingue por pagar el principal, interés y prepago con una distribución pro-rateada no equitativa a cada título de la deuda en circulación.

Una característica específica de estos tres tipos de bonos es que cuentan con la garantía por parte de Sociedad Hipotecaria Federal (SHF) para una parte o el 100 del primer tramo del monto total emitido. La SHF otorga su aval para que los certificados bursátiles puedan ser considerados como BORHIS, se requiere que éstos cumplan las siguientes características:

- Una calificación de AAA o máximo grado a nivel local otorgada por al menos dos calificadoras (S&P, Moody's y Fitch);
- Que el pago de las hipotecas se traslade a la amortización del monto emitido por lo que se genera un riesgo de prepago, que deriva en el riesgo de reinversión; lo que implica que a tasas de interés bajas los que cuentan con hipotecas paguen el total del crédito, y que la tasa a la que los inversionistas pueden reinvertir los recursos sea más baja;
- Seguro de crédito hipotecario o garantía de incumplimiento;
- Un custodio de expedientes independiente al administrador de la cartera hipotecaria.
- La subordinación de la estructura (Aforo) debe ser del 3% como mínimo; esto es, que el monto de hipotecas que respalden la emisión sea al menos 3% mayor al monto emitido.

Cabe señalar que todos los BORHIS colocados en México tienen la máxima calificación, distribuyen el riesgo del mercado hipotecario de las instituciones financieras, y sus rendimientos son más altos comparados con los bonos corporativos de la misma calificación y plazo. Estas características de los BORHIS explican en gran medida la expansión y auge de la burbuja de la cartera de crédito hipotecaria entre 2003-2006, y en consecuencia, la generación de liquidez en el mercado hipotecario que permitió la expansión de la construcción de vivienda y del crédito hipotecario.

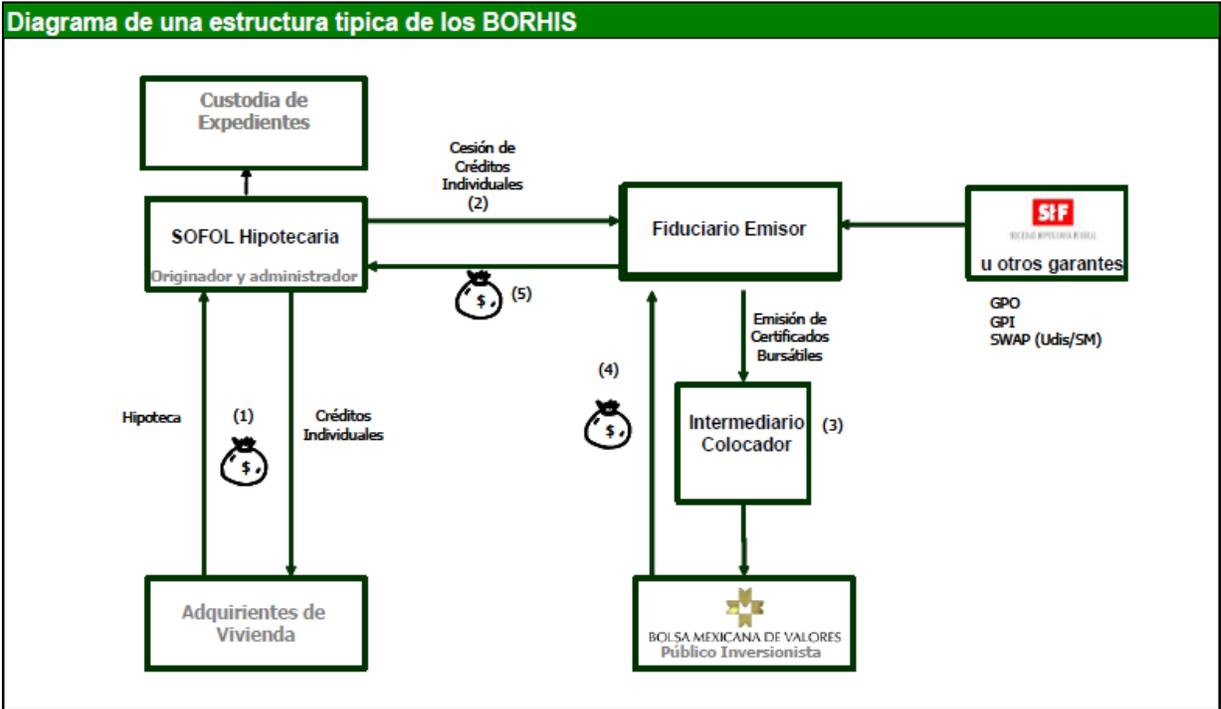
2.2. La estructura y la valuación relativa de los BORHIS

En la estructura de un BORHIS intervienen por lo general, los siguientes agentes: el Originador, el Acreditado o Cliente, el Fiduciario emisor, el Administrador y el Garante. El Originador es la institución financiera que “vendió” u originó el crédito hipotecario; el Acreditado o el Cliente son los deudores de los créditos hipotecarios; el Fiduciario emisor es quien emite la deuda y se encarga de cobrar y pagar la deuda con la ayuda del administrador; el Administrador es el

agente encargado de cobrar los créditos hipotecarios y pagar dichos recursos al fideicomiso. En el caso de México, en la mayoría de los BORHIS el Administrador y el Originador son la misma institución financiera; y el Garante es el agente que otorga las Garantías por Incumplimiento (GPI), Garantía de Pago Oportuno (GPO) y otros servicios, como la cobertura de flujos mediante *Swap*, pesos o UDIS.

En México, la SHF ha cumplido las funciones de Garante y también estructura y otorga la GPI, la cual puede ascender al 25% del valor de la vivienda hipotecada.

**GRÁFICO 9
BORHIS (ESTRUCTURA GENERAL)**



Fuente: IXE Banco (2005), Reporte Trimestral Análisis de Deuda, Ed. IXE Banco, Julio, México, p.7

En cuanto a la valuación de los BORHIS, se deben incluir más variables que en la valuación de un bono gubernamental o un bono corporativo no estructurado, en concreto aquellas variables que tenga un efecto elevado sobre el precio y que influyan en el Valor Relativo (*Relative Value*), el cual constituye un indicador para saber si un bono está sub o sobrevaluado con respecto al mercado.

Entre las variables que deben considerarse están: la Tasa de prepago y las Opciones (OAS por sus siglas en inglés, *Option Adjusted Spread*).

La Tasa de Prepago es una variable fundamental en la determinación de la duración del BORHIS, debido a su relación inversa con la duración del bono; esto es, si sube la tasa de prepago disminuye la duración, y viceversa. De ahí que la Tasa de Prepago impacta considerablemente en la valuación de los BORHIS, ya que dicha tasa determina si la duración del BORHIS lleva a un cálculo incorrecto del rendimiento a vencimiento, así como su volatilidad. En la actualidad no existe un estándar o una convención de cómo usar la Tasa de Prepago; en los EE.UU. para calcular ésta tasa se incorpora la distribución histórica de dicho prepago. En México, la Sociedad Hipotecaria Financiera (SHF) se encuentra en etapa final de la conformación de una base de datos denominada Fuente de Información Estadística Hipotecaria (FIEH), que contiene información histórica sobre el comportamientos de todo los créditos hipotecarios a partir de 1994.

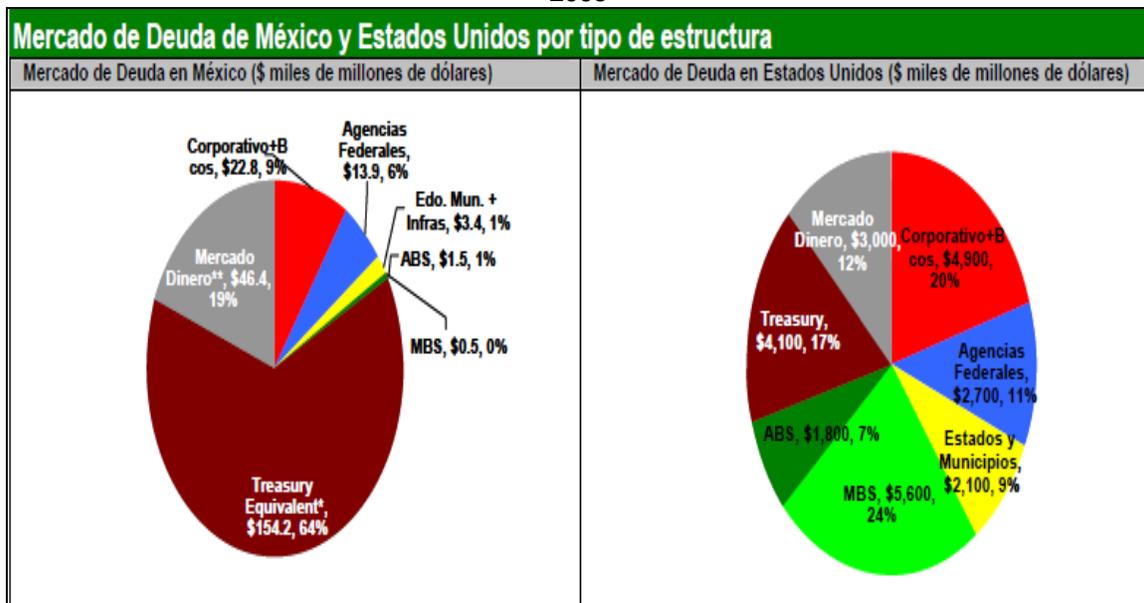
La *Option Adjusted Spread* (OAS) está ligada al hecho de que la duración de los BORHIS, a diferencia de los bonos corporativos quirografarios y gubernamentales, se ve afectada por las variaciones en la tasa de interés, esto es, si bajan las tasas de interés el prepago tiende a aumentar, mientras que si suben las tasas de interés el prepago tiende a disminuir. De ahí que, cuando se dice que el emisor “compra” una opción significa que la Tasa de Prepago está adherida al precio del BORHIS. Por tanto, para hacer un análisis correcto de *Relative Value* es necesario corregir el efecto de la “opción”, el cual está a su vez está en función de la volatilidad de las tasas, mediante el “spread” o sobretasa considerado en los modelos de valuación de bonos con opciones adheridas (*Embedded Options Bond*).

3. Evolución y comportamiento de mercado de bonos hipotecarios

Si comparamos la participación del mercado hipotecario en el mercado de deuda en México con el de los EE.UU., el primero significa una parte mínima del mismo. En 2005, los *Mortgage-Backed Securities* (MBS) representaron el 24% del monto (\$ 24,200,000 mdd) en circulación del mercado de deuda, mientras los papeles del Tesoro representaron el 17% del monto en circulación. Por su parte, para el mismo año, los BORHIS solo representaban el 0.2% de la deuda en circulación. Esto explica en gran parte, por qué la crisis hipotecaria no sacudió de igual forma al mercado hipotecario mexicano.

En el caso de México, las bursatilizaciones hipotecarias empezaron a finales del año 2003, con la bursatilización conjunta de Hipotecaria Su Casita y GMAC Hipotecaria por un monto de \$54 mdd, al cierre de junio del 2005, los MBS ascendieron a \$500 mdd, que representaron el 0.2% del total de la deuda en circulación, cuyo monto era de \$242,667 mdd. Si bien la participación es baja, su crecimiento fue extraordinario (ver Gráfica 10).

GRÁFICA 10.
ESTRUCTURA DEL MERCADO DE DEUDA EN MÉXICO Y USA
2005



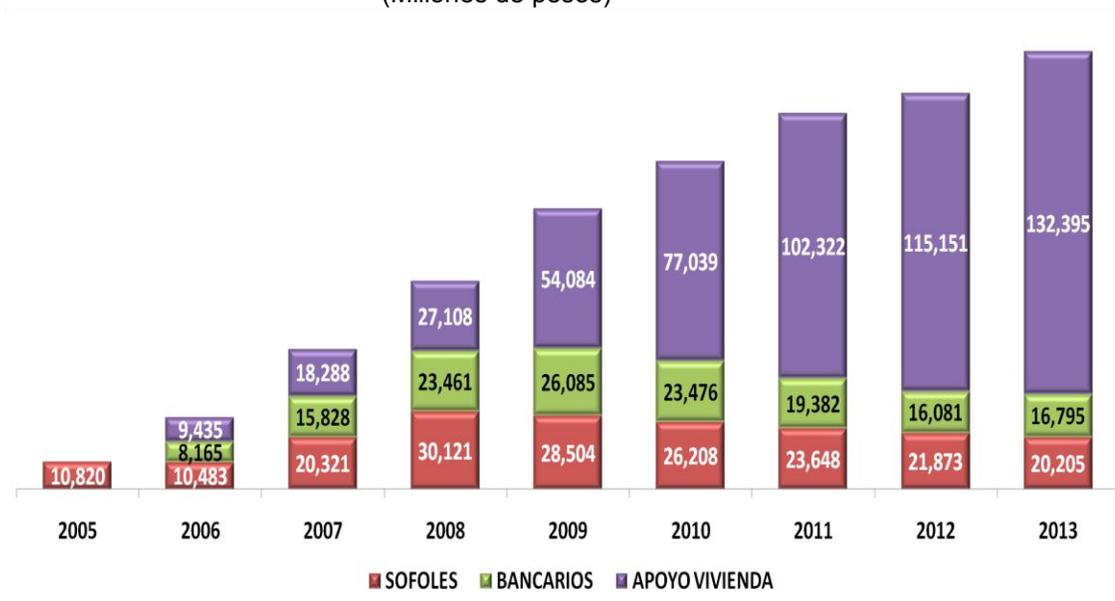
Fuente: IXE Banco (2005), Reporte Trimestral Análisis de Deuda, Ed. IXE Banco, Julio, México,p.4

Las emisiones con Coberturas Totales (*Full-Wrap*), que cubren la totalidad del saldo insoluto del crédito en caso de incumplimiento por parte de los acreditados finales, tienen como calificación la que representa su cartera subyacente. En el momento de su colocación, estas emisiones contaban con las calificaciones más altas (mx AAA) en el mercado mexicano debido a que sus garantes al 100% eran aseguradoras extranjeras con calificación en escala global “AAA”. Sin embargo, la crisis *subprime* en EUA deterioró significativamente su calidad crediticia, lo que provocó que varias emisiones registraran una baja en su calificación (*downgrades*); a tal grado de que la calificación de la cartera subyacente fue superior a la del garante, siendo el colateral el que determina la calificación de las emisiones

Al cierre de 2013, el mercado en circulación de BORHIS ascendió a \$163,395 mdp, un crecimiento del 34% con respecto al 2011 y un exponencial aumento del 1,466% con respecto al 2005. En cuanto a la composición de las bursatilizaciones, a partir de 2008 el sector de Apoyo a la Vivienda, conformado por los bonos emitidos por el INFONAVIT (CEDEVIS) y del ISSSTE (TFOVIS), elevó su participación, de forma tal que para 2013, representaron el 78% de los bonos en circulación. Un comportamiento contrario registraron las colocaciones de las SOFOLES/SOFOMES, que solo representaron el 12% de los bonos, con una marcada tendencia a la baja. Como lo muestra la realidad, esta tendencia se aceleró en 2013 debido a los problemas en cartera vencida. En el caso de los bancos comerciales, participaron con el 10% de los bonos en circulación (ver Gráfica 11).

Respecto al indicador de morosidad en los BORHIS con cobertura total (*Full-Wrap*) emitidos por SOFOLES/SOFOMES, se incrementó entre 2009-2013, al pasar de 21 a 55 por ciento, respectivamente (ver Gráfico 12). Una de las primeras medidas para enfrentar esta situación fue cambiar al administrador de los bonos, para cumplir con las obligaciones. Los primeros esfuerzos al respecto se realizaron en 2010, cuando los bonos emitidos por *Su Casita* fueron traspasados a *ING Hipotecaria y Patrimonio*.

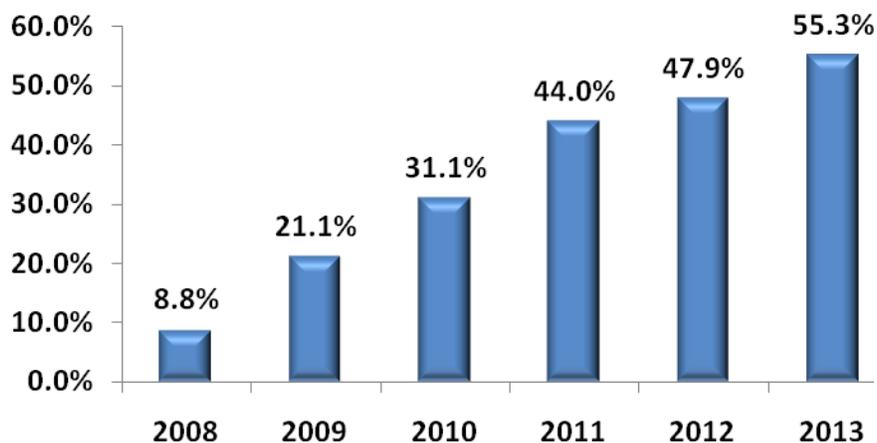
GRÁFICA 11.
BURSATILIZACIONES HIPOTECARIAS EN MÉXICO
2005-2013
(Millones de pesos)



*Apoyo vivienda incluye los bonos emitidos por el INFONAVIT (CEDEVIS) y del ISSSTE (TFOVIS).

Fuente:Elaboración propia con datos de IXE Banco .

GRÁFICA 12.
CARTERA VENCIDA BORHIS CON FULL-WRAP SOFOLES / SOFOMES
2008-2013



Fuente: Elaboración propia con datos de IXE Banco.

La eliminación de las tres principales empresas del sector vivienda de la muestra que considera la BMV para calcular el IPC, así como las propuesta de pago en inmuebles por parte de las empresas constructoras a principios de 2013, son solo algunas de las manifestaciones de la severa crisis por la que atraviesa el sector hipotecario, que incluye tanto la construcción de vivienda como la cartera de crédito para vivienda. Es evidente que el lento crecimiento económico que se viene registrado desde 2008, ha profundizado el problema de la cartera vencida del sector hipotecario.

Ante esta situación, algunos administradores, como INFONAVIT, Su Casita, Crédito y Casa, HSBC, Scotiabank, entre otros, han creado mecanismos para incentivar el pago de los acreditados. Adicional a estos mecanismos, se han propuesto reformas a la regulación del INFONAVIT que permitan la colocación de bonos estructurados en todo el mundo. Se sostiene que abre la posibilidad de endeudarse para ampliar sus programas de crédito y la inversión en instrumentos derivados. Se afirma que de ser autorizada dicha propuesta, el INFONAVIT podría manejar la aportación patronal del 5% en la cuenta de vivienda en dos subcuentas: una denominada “subcuenta de vivienda” con el 1% de las aportaciones y la otra, la “cuota pensionaria” con el 4%, la cual podría ser administrada por una nueva Afore del INFONAVIT.

Según los autores de esta propuesta, esta sería la estrategia más segura para que la deuda bursatilizada por los organismo de apoyo a la vivienda (INFONAVIT e ISSSTE) y los bancos comerciales puedan absorber la participación que tuvieron las SOFOLES/SOFOMES, la cual ha quedado descubierta debido a las crisis financieras de dichas empresas. Se asegura que, con un adecuado control e incentivos se podría tener una estructura de mercado de deuda con mayor participación y dinamismo del sector de bonos respaldados en hipotecas, ya que podría aportar más recursos al financiamiento del sector de la vivienda.

4. La nueva política de vivienda y abandono de viviendas

En febrero de 2013, la nueva administración de Enrique Peña Nieto presentó las modificaciones a las reglas de operación del mercado hipotecario, en particular las reglas de operación del programa de subsidios, con el objetivo de impulsar un crecimiento urbano más ordenado. Asimismo, para dar impulso en el corto plazo a la actividad del sector hipotecario se implementaron medidas tanto por el lado de la demanda como de la oferta; en el primer caso, para diversificar las opciones de financiamiento, y en el segundo, para impulsar la construcción de vivienda, mediante la puesta en marcha de diversos esquemas de financiamiento a la construcción. Si bien estas medidas contribuirán a reactivar el mercado de la vivienda, su crecimiento sostenido y ordenado requiere de una política de planeación y financiamiento de largo plazo. Ello implica el establecimiento de un marco regulatorio claro y obligatorio para las empresas desarrolladoras de vivienda, y que la economía crezca a una tasa estable y sostenida; ambas condiciones son necesarias para que se avance en la disminución del rezago histórico de vivienda de interés social y en condiciones regionales, financieras y económicas viables y sostenibles en el mediano y largo plazo.

Como parte de la nueva política para el sector de la vivienda, se creó la Secretaría de Desarrollo Agrario, Territorial y Urbano (SEDATU), que coordinará la política de vivienda en el país en sustitución del CONAVI. Una de sus primeras funciones es “redensificar” los espacios urbanos a través de dos acciones principales: 1) impulsar la construcción de vivienda vertical y 2) definir los lugares en dónde se puede construir, ambas modificaciones entrarán en vigor a partir del 2014. Otra modificación importante es la eliminación del subsidio a las empresas constructoras de vivienda; esta modificación tendrá un efecto negativo sobre el sector porque los costos de producción y el precio de venta de las viviendas se elevarán.

Como parte del proceso de reestructuración del sector, la SEDATU con el apoyo de la CONAVI (la cual debe desaparecer en el presente año) realizó durante 2013, asignación y definición de terrenos, así como la clasificación de los terrenos que poseen las desarrolladoras en donde se puede seguir construyendo en función de que ya existan viviendas en ellos y que cuentan con la infraestructura urbana necesaria. De acuerdo con información proveniente de las empresas que cotizan en la BMV, las empresas desarrolladoras de vivienda tienen reservas territoriales para seguir operando entre cuatro y seis años; sin embargo, con reclasificación de sus terrenos dichas empresas tendrán fuertes pérdidas en las inversiones que realizaron en la compra de los mismos; se estima que *Urbi* podría perder 16.9% de su inversión y *Homex* y *Geo* un 11% cada una.

Como parte de la nueva política, los centros habitacionales que se construyan en terrenos que no cuenten con dicha infraestructura no tendrán subsidios gubernamentales; como es de esperarse, ello hace inviable la construcción de estas viviendas (Mata, 2013a). Con el mismo propósito, se establece que en el caso de la construcción de vivienda horizontal, las desarrolladoras pueden vender las unidades en la medida en que éstas se terminan, pero en el caso de la construcción vertical, la venta de las viviendas solo es posible una vez que está terminado el edificio. Estas medidas retrasan el flujo de ingreso de las empresas desarrolladoras, porque retarda el inicio del proceso de venta, aunque el costo del terreno es menor en este caso.

Este nuevo contexto obliga a las empresas ubicadas en el sector de la vivienda a re-direccionar su mercado objetivo y modificar su plan de negocios. Se estima que en el sector de la vivienda participan 800 empresas desarrolladoras (Mata, 2013a), cuyas características son muy heterogéneas. Las grandes empresas que controlaron el desarrollo de vivienda para sectores de bajos ingresos de manera masiva durante los años 2000-2012, tendrán que cambiar su estrategia de expansión para enfrentar el problema de pérdidas en activos derivado de los cambios en la reglamentación gubernamental para el sector de la vivienda.

Además, las empresas que se adapten y puedan seguir creciendo enfrentarán un ambiente más competitivo al interior del sector, dado el elevado rezago en la satisfacción de demanda. En cambio, para las empresas desarrolladoras pequeñas y medianas el ambiente competitivo será menos hostil, ya que este tipo de empresas seguirá atendiendo la demanda de vivienda de los grupos de ingresos medios y altos, esto es, de vivienda residencial.

El sector de la vivienda debe resolver dos graves problemas, el primero se refiere al rezago histórico de vivienda para el sector de bajos ingresos, y el segundo, el abandono de vivienda durante los últimos años, el cual fue propiciado por la burbuja crediticia en el sector hipotecario. Bajo la presidencia de Peña Nieto, el gobierno federal se ha fijado el objetivo de impulsar la demanda de vivienda mediante el otorgamiento de créditos a los miembros de las fuerzas armadas, agrupaciones policiacas y empleados estatales y municipales. Asimismo, se impulsará el otorgamiento de créditos y subsidios para mejorar y ampliar viviendas tanto en el medio urbano como rural. Según información oficial, en 2013 el rezago en vivienda era de 9 millones de casas, y la reserva territorial de las constructoras que cotizan en la bolsa de valores era de 1.55 millones de unidades, lo que representa aproximadamente 25 mil hectáreas. Esta reserva territorial permitiría operación a las empresas desarrolladoras de vivienda durante los próximos 5 años, siempre que no cambie el escenario planteado por el gobierno federal.

El otorgamiento de subsidios para la construcción de vivienda, que depende de los criterios de verticalización de la construcción, la clasificación de los terrenos y del desarrollo regional, será fundamental para el crecimiento de las constructoras y empresas desarrolladoras de vivienda. Es muy probable que algunas empresas desarrolladoras tengan que focalizar su mercado hacia el segmento de vivienda de nivel medio y residencial debido a que la reserva territorial que tienen no se adecua a los lineamientos de la nueva política de vivienda, o estos terrenos sean clasificados como no aptos para la construcción de

este tipo de vivienda, eliminándose los subsidios con que anteriormente se planeaba financiar parte de los proyectos, lo que disminuiría los activos de dichas empresas.

Respecto al problema del abandono de viviendas, resulta paradójico que paralelamente al problema del rezago en la demanda de vivienda se presente el problema de viviendas deshabitadas, el cual se estima en 5 millones. De acuerdo con el Censo de Población y Vivienda del INEGI de 2010, una de las principales causas es la ubicación a grandes distancias de estas viviendas de las zonas de trabajos de sus habitantes. La construcción de viviendas alejadas de los centros urbanos e industriales fue propiciada en gran medida por la política que se implementó para inducir el crecimiento económico por la vía de la construcción de vivienda de interés social. Los subsidios para la construcción de este tipo de vivienda fueron aprovechados por las desarrolladoras para adquirir terrenos a bajos precios en zonas rurales o semi-rurales alejadas de los centros urbanos, lo que implica excesivos gastos de transporte para los acreditados de dichas viviendas.

La construcción acelerada de vivienda de interés social en zonas alejadas también se presentó en la década de los noventas; en ese entonces, el 21% de la vivienda carecía de dueño, en 2013 este porcentaje fue de 14%. A nivel mundial este indicador se ubica en 8 y 15%, para los mismos años. Esta es una tendencia socioeconómica a nivel global, aunque la misma se ha acelerado durante las últimas tres décadas, ante el lento crecimiento económico y el elevado desempleo. Uno de los factores que explica el abandono de las viviendas es la migración de la población hacia otras ciudades en busca de mayores niveles de ingreso y mejor calidad de vida; de ahí que, en los últimos 10 años, el abandono de viviendas se presente tanto en zonas urbanas como rurales.

En el caso de México, los estados con mayor índice de casas abandonadas son Baja California, Chihuahua, Durango, Zacatecas y Tamaulipas con un porcentaje entre 18 y 19%, le siguen Quintana Roo, Colima, Aguascalientes, Hidalgo, Michoacán y Guerrero con niveles del 16 y 17%, finalmente los estados de México, Chiapas, Campeche y Tabasco presentan promedios de entre 7 y 12% (Mata, 2013b).

En el caso de algunos de estos estados, el abandono de las viviendas se debe a los problemas de inseguridad y violencia que vive el país. En otros casos el abandono se debe a la migración motivada por el desempleo en el sector automotriz y turístico, pues ello obligó a los habitantes a migrar a otros municipios dentro de su mismo estado o a otros estados abandonando sus casas y, con ello, dejando de pagar los créditos hipotecarios. Un tercer caso de abandono de viviendas, se debe a la falta de servicios básicos (agua, electricidad, drenaje, etc.) y de infraestructura de urbanización básica, como hospitales, escuelas, seguridad, etc.

Los gobiernos se comprometieron con los desarrolladores de viviendas y con compradores de las mismas a que se contaría con la infraestructura básica, e incluso a generar empleos en las zonas; de la misma forma, los desarrolladores se comprometieron a construir y proporcionar los servicios básicos. En ambos casos no cumplieron, un ejemplo son las denominadas ciudades bicentenario de Huehuetoca y Zumpango en el estado de México. En este caso, el gobierno prometió ampliar la línea del tren suburbano hasta estas localidades bastante alejadas de los centros de trabajo en el DF; la distancia y la falta de un transporte adecuado ha afectado a miles de personas que han visto truncadas sus expectativas y elevado de forma extraordinaria sus gastos de transporte.

CONCLUSIONES

Los aportes teóricos que Minsky hiciera en la década de los setenta, cuando aún estaban vigentes los mecanismos de supervisión de los sistemas financieros en la mayoría los países, sobre la inestabilidad financiera inherente a la economía capitalista son fundamentales para entender las crisis financieras de la década de los noventa y la crisis del sector hipotecario *subprime*. Minsky parte del análisis que Keynes hiciera y profundiza sobre la relación que guarda el sistema financiero con la inversión y las empresas. A partir de la tesis de Keynes, que sostiene que la inversión depende de la diferencia entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés, Minsky vincula estas dos variables con la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital.

El dinamismo de los mercados financieros internacionales fomentó la entrada de nuevas instituciones y agentes, como los intermediarios financieros no bancarios y los inversionistas institucionales, al mismo tiempo que estimulaba las innovaciones tecnológicas en los mercados financieros. La vieja estructura financiera regulada sufrió cambios radicales; las fronteras entre las actividades bancarias y bursátiles casi se borraron y los inversionistas institucionales terminan por determinar la dinámica de los mercados bursátiles.

El sector financiero en general, y en particular la banca, al realizar sus operaciones activas y pasivas busca elevar sus ganancias, al igual que cualquier empresario en una economía capitalista. Por tanto, al igual que los empresarios industriales y comerciales, los banqueros saben que las innovaciones tecnológicas generan economías de escala que elevan sus ganancias. En este sentido, las instituciones financieras bancarias y no bancarias son mercaderes de la deuda y se esfuerzan por introducir innovaciones tecnológicas tanto del lado de los activos que comercializan como de los pasivos que adquieren.

Las innovaciones tecnológicas en el sector financiero potencializan la capacidad de los bancos para crear dinero, lo que hace más evidente el carácter endógeno de la demanda de dinero, por un lado, obligando a los bancos centrales a adoptar una posición acomodaticia en el momento de proveer de reservas a los bancos comerciales que se excedieron en la expansión del crédito, para evitar fluctuaciones inesperadas en la tasa de interés. Por otro lado, a medida que avanzaba el proceso de liberalización de los sistemas financieros locales, la función tradicional de financiamiento a las actividades productivas se debilita, en tanto que las operaciones especulativas se expanden. Esto último, fomentado por las prácticas de bursatilización o *titulización* de las carteras de activos.

El dinamismo en las innovaciones financieras, como parte de la denominada “ingeniería financiera”, tiene como objetivo central elevar las ganancias dentro del ciclo de negocios de las instituciones financieras bancarias y no bancarias. Ello representa un reto para la autoridad, pues los mecanismos de supervisión y control deben adecuarse continuamente para enfrentar las transformaciones tecnológicas, que en muchos casos son adoptadas por las instituciones financieras para evadir los débiles marcos regulatorios vigentes.

Las incesantes transformaciones tecnológicas en el sistema financiero a nivel mundial, inducidas en gran medida por los procesos de desregulación y liberalización financiera, auto-reproducen la inestabilidad financiera debido a la integración y globalización de los mercados financieros. De ahí el carácter recurrente y sistémico de las crisis financieras, cuyos efectos son cada vez más devastadores. Las burbujas crediticias en general, y la expansión extraordinaria del crédito hipotecario en particular, son un indicador del poder de la banca para generar liquidez. De la misma forma, la titulización de las carteras de crédito hipotecario es una evidencia del uso de las innovaciones financieras y de la capacidad para generar inestabilidad. Mediante este mecanismo los bancos no solo generaron liquidez para continuar expandiendo el crédito, también eliminaron el riesgo de no pago que ellos generaron al otorgar créditos a prestatarios de baja o

nula solvencia económica. De esta forma distribuyeron o “socializaron” el riesgo mediante la bursatilización de las carteras de crédito hipotecario.

En el proceso de bursatilización de las carteras de crédito hipotecario las agencias calificadoras cumplieron una función clave, ya que de la valuación o calificación que éstas asignarán a los “paquetes” de activos hipotecarios dependía su aceptación por parte de los inversionistas. Las crisis del sector hipotecario de los Estados Unidos demostró las prácticas corruptas y la subvaluación del riesgo de no pago en que incurrieron las agencias calificadoras, derivado esto último de la aplicación de modelos probabilísticos y estadísticos incorrectos.

En México, al igual que en la mayoría de los países en desarrollo y emergentes, la aplicación de políticas de desregulación y liberalización financiera ha respondido a las exigencias de la globalización de los mercados financieros internacionales; ello explica la extranjerización de la banca mexicana y el surgimiento de inversionistas institucionales e intermediarios financieros no bancarios (*bank non bank*), como las SOFOLES y SOFOMES. Sin embargo, esta modernización configuró una estructura más frágil y vulnerable a los cambios en los mercados financieros internacionales.

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, el proceso de fusiones y adquisiciones que se inició con la venta de los bancos entre 1990-1992, se acelera, para culminar con la adquisición del capital extranjero de una parte importante de la propiedad de los principales bancos nacionales. La nueva estructura del sistema financiero mexicano se caracteriza por : a) baja profundidad y alta inestabilidad; b) una banca extranjerizada con un doble poder para fijar las tasas de interés, poder oligopsónico en el mercado de depósitos y poder oligopólico en el mercado de crédito; c) una débil intermediación financiera a los sectores productivos, y elevados márgenes de ganancias, a pesar de la reducción de los costos de intermediación; d) una mayor presencia de los intermediarios financieros no bancarios; y e) el reforzamiento de la dolarización de los pasivos.

El origen de las SOFOLES/SOFOMES está vinculado a la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con América del Norte (TLCAN), ya que para que el apartado financiero de dicho tratado funcionara se requería que en México operará un intermediario financiero no bancario especializado, del tipo *bank non bank* que ya funcionaban en los otros países miembros del mencionado tratado.

La ambigüedad en su naturaleza y operación, así como las ventajas fiscales de que gozan los intermediarios financieros no bancarios en general, y las SOFOMES en particular, han convertido a estos intermediarios en fuertes competidores de los bancos comerciales en el mercado de crédito. La obtención de ganancias extraordinarias proviene de las ventajas fiscales y de la ausencia de regulación sobre las tasas de interés que cobran y los colaterales que exigen por el hecho de no ser considerados como bancos, a pesar de que realizan todas las operaciones activas de un banco. Ello explica el comportamiento irregular de estas sociedades, en particular las dedicadas a otorgar créditos hipotecarios. El hecho de que estas sociedades no capten recursos del público, no implica que no sean capaces de elevar la liquidez con recursos de terceros.

La participación y función de las SOFOLES/SOFOMES hipotecarias en el sostenimiento del *boom* del mercado de vivienda inducido por el gobierno en los años 2000-2005, muestra la capacidad que estos intermediarios no bancarios tienen para expandir el crédito y, en consecuencia, generar inestabilidad en el sistema financiero.

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, el gobierno instrumentó en 2001, la política de fomento a la construcción y adquisición de vivienda de interés social como una estrategia económica para inducir el crecimiento económico, mediante la flexibilización de los requisitos y criterios para que las desarrolladoras de vivienda elevaran su oferta y a través del incremento de recursos y créditos por parte del FOVISSSTE y del INFONAVIT. Los resultados de esta política fueron de muy corto plazo y se convirtieron en una fuente

generadora de inestabilidad financiera, porque el crecimiento económico era bajo y, por tanto, también la estabilidad en el empleo y los ingresos. Los créditos hipotecarios son de largo plazo, cuyo pago exige la obtención de ingresos monetarios permanentes en el tiempo por parte de las familias. Ello depende de un crecimiento económico estable y sostenido, lo que implica a su vez generación de empleo y una mejor distribución del ingreso.

La burbuja crediticia en el sector hipotecario tuvo un ciclo muy corto, 2003-2006, aunque el auge para las SOFOLES/SOFOMES inicia un tendencia descendente en 2005; en 2007 concluye el auge del crédito hipotecario y, por tanto, el crecimiento de empresas desarrolladoras e inversionistas vinculadas a la construcción de vivienda de interés social. La contención de la crisis en este sector en ese año, fue posible por el apoyo financiero discrecional del gobierno federal al sector de estas sociedades financieras.

A partir de 2003, la bursatilización de la cartera de crédito hipotecario en México inicia una tendencia dinámica con la emisión de Bonos Respaldados por Hipotecas (BORHIS). Las empresas desarrolladoras que adoptaron el modelo de negocio basado en la emisión de BORHIS para generar liquidez, presentan en 2008 fuertes problemas de liquidez para hacer frente a los pagos de sus obligaciones, generadas por la bursatilización de los bonos. A partir de ese año, la contracción del sector fue estrepitosa; al cierre de 2012; las cinco empresas más grandes vieron reducida su participación en la construcción de vivienda. En 2013, ya no fue posible ocultar la crisis del sector vivienda, los problemas de insolvencia y liquidez de estas empresas no solo les impidieron hacer frente a sus pasivos con bancos, inversionistas y proveedores, sino también mantenerse en operación.

El sector de la vivienda debe resolver dos graves problemas, el primero se refiere al rezago histórico de vivienda para el sector de bajos ingresos, y el segundo, el abandono de vivienda durante los últimos años, el cual fue propiciado por la burbuja crediticia en el sector hipotecario. La construcción acelerada de vivienda de interés social en zonas alejadas es un problema que debe ser resuelto por el gobierno federal.

En los próximos años, un latente factor de inestabilidad financiera puede ser el incremento en el monto de los créditos, pilar de la nueva política de vivienda del INFONAVIT, mientras que el empleo y competitividad en el país no han generado las condiciones que hagan viable tal política, la cual podría llevar a un problema de carteras vencidas; esto también repercute en las estrategias de inversión de las Afores para los siguientes años, mismas que han invertido en BORHIS, teniendo el último año minusvalías, afectando así el ahorro de los mexicanos, mientras la CONSAR considera aumentar el grado de riesgo en que invierten las Siefos.

BIBLIOGRAFÍA

Aaronovitch, S. & K., (1974), *Crisis in Kenya*, Ed. Lawrence and Wishar, Londres.

Asociación Hipotecaria Mexicana (2009-2011), *Reporte Anual de la Situación Hipotecaria en México*, Ed. AHM, México.

_____ (2009-2013), *Boletín Trimestral*, Ed. AHM, México.

Aybar, S. y L. Harris (1998), "How credible are credibility models of Central Banking?", en Philips Arestis y Malcolm C. Sawyer (Ed.), *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar P.L.

Banco de México (1990-2013), *Reporte sobre el Sistema Financiero*, Ed. Banco de México.

BBVA Research (2011-2014), *México: Situación Inmobiliaria*, Ed. BBVA Research.

Bibian, Cynthia (2013), "Vivienda: El fin de un ciclo", Revista *Expansión*, No. 1113, Abril, ed. Expansión.

Bossone, Biaggio (2000), *What Makes Banks Special? A study on banking, finance, and economic development*, Ed. World Bank.

Brainard, William C. and James Tobin (1977) "Asset markets and the cost of capital", *Cowles Foundation*, Paper 440.

_____ (1991) "On the Internationalization of Portfolios", Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, *Cowles Foundation*, Discussion Papers number 991. <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p08a/p0840.pdf>

CNBV (2002-2013), *BOLETÍN ESTADÍSTICO: SOFOLES y SOFOMES*, Ed. CNBV, México.

Chick, Victoria (1986), "The Evolution of the Banking System and the Theory of Saving, Investment and Interest", *Économies et Sociétés*, Cahiers de l'ISMEA, Serie 'Monnaie et Production', No.3, pp. 111-26. Reimpreso en Victoria Chick, P. Arestis y S.C. Dow (eds.), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*, Macmillan/ St Martin's Press, 1992.

_____ (1992), "Keynesians, monetarists and Keynes", en P Arestis and S C Dow (eds.), *On Money, Method and Keynes: Selected Essays*, London: Macmillan.

_____ (1993a), "Sources of finance, recent changes in bank behaviour and the theory of investment and interest", en P. Arestis (ed.), *Money and Banking: Issues for the 21st Century*, London: Macmillan, pp. 55-74.

_____ (1993b), "The evolution of the banking system and the theory of monetary Policy", en S.F. Frowen (ed.), *Monetary theory and monetary policy: New tracks for the 1990s*, London: Macmillan, pp. 79-92.

_____ (1995), "Is there a case for PostKeynesian Economics", *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 42(1), pp. 20-36.

_____ (2008), "Could the crisis at northern rock have been predicted?: An evolutionary approach", *Contributions to Political Economy*; Vol. 27 (1), July, pp. 115-124.

Clavellina Miller, José Luis (2013), "Crédito bancario y crecimiento económico en México" Revista *Economía Informa*, núm, 378, Ed. UNAM, México.

Clerc, Laurent (2008), "À propos des turbulences financières", *Débat économique* núm. 4, Banque de France, febrero.

Correa, Eugenia. (1998) *Crisis y Desregulación Financiera Internacional*. México, Ed. Siglo XXI.

Davidson P. (1988), "Endogenous money, the production process and inflation analysis", *Economie Appliquée*, Vol. XLI(1), pp. 151-69.

_____ (1989), "On the endogeneity of money on cemore", *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol. 11(3), spring, pp. 488-490.

Earley y Evans (1982), "The problem is bank liability management", *Challenge*, January-February, pp. 54-56.

Fama, Eugene (1970) "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *The Journal of Finance*, Vol. 25, No.2.

_____ (1991) "Efficient capital markets: II", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No.5, Diciembre.

Ferguson, Niall (2009), *El triunfo del dinero*, Ed. Debate, España.

Garrido, Celso y García, Gerardo (2010), "Bancarización, crédito al consumo y opacidad regulatoria" *Revista Economía Informa*, núm. 363, Ed. UNAM, México.

Girón, Alicia y Levy, Noemí (2005), *México: ¡Los bancos que perdimos! De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*, IIEc-FE-UNAM, México.

Goodhart, C. (1989); "Has Moore become too Horizontal?", *Journal of postKeynesian Economics*, Vol. 12(1), pp. 29-34.

IXE Banco (2005-2013), *Reporte Trimestral Análisis de Deuda*, Ed. IXE, México.

Juárez, Edgar (2013), "Sofoles se van", Periódico *El Economista*, 15 Julio 2013, Ed. El Economista, México.

Kaldor, N. (1982), *The scourge of monetarism*, New York, Oxford University Press.

_____ (1985), "How monetarism failed", *Challenge*, Vol. 28(2), *May/June*, pp. 4-13

Kalecki, Michal, (1965), *Theory of economic dynamics*, London, Ed. Allen and Unwin.

Keynes, John Maynard (1930), *A treatise on Money*, Ed. Mac Millan, Londres.

_____ (1972) "Essays in persuasion, the collected writings of John Maynard Keynes", Volumen IX. MacMillan, St.Martins Press, for the *Royal Economic Society*, Londres.

Knapp, Georg Friedrich (1973), *The State Theory of Money*, Ed. Clifton Augustus M. Kelley.

Kregel, Jan (2008) "Usando el "Minsky'scushions of safety" para analizar la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos", *Revista La Ola Financiera*, núm. 1, México.

_____ (2010), "Is this the Minsky moment for reform of financial regulation?", Working paper núm. 587, *The Levy Economics Institute*, Nueva York, marzo.

Lavoie, M. (1984), "The endogenous flow of credit and the Post Keynesian theory of money", *Journal of Economic Inssues*, Vol. 18(3), pp. 771-797.

_____ (1996), "Horizontalism, structuralism, liquidity preference and the principle of increasing risk", *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 43(3), pp. 275-300.

_____ (2005), "Monetary base endogeneity and the new procedures of the asset-based Canadian and American monetary systems", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 27(4), pp. 689-709.

Levy, Noemí (2009), "Innovación Financiera y crecimiento económico" *Revista La Ola Financiera*, núm. 5, México.

_____ (2013), *Dinero, estructuras financieras y financiarización. Un debate teórico institucional*, Ed. UNAM.

López, González Teresa S. (2008), "Los intermediarios financieros no bancarios en México: ¿Fuentes de financiamiento o generadores de inestabilidad financiera? El caso de las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple". *Revista Economía Informa*, núm, 355, México.

Mantey, Guadalupe (2000), "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX", *Revista Comercio Exterior* vol. 50, núm. 12, México.

Martínez Preece, Marissa (2002), "La integración de la nueva banca nacional. Diez años de fusiones y adquisiciones" *Revista Economía y Práctica*, núm, 16, Ed. UAM, México.

Mata, Ruth (2013a), "Rezago en vivienda; una transición difícil de sortear", *Revista Valor Corporativo*, núm. 16, Mayo- Junio, Ed. Banamex, Ciudad de México.

_____ (2013b), "Desarrollo inmobiliario: Vivienda abandonada", *Revista Valor Corporativo*, núm. 17, Julio- Agosto, Ed. Banamex, Ciudad de México.

McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution.

Minsky, Hyman P. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Ed. New Haven: Yale University, Estados Unidos.

_____ (1987), *Las razones de Keynes*, Ed. F.C.E., México.

_____ (1992), "The Financial Instability Hypothesis", Working paper núm. 74, *The Levy Economics Institute*, Nueva York.

Miller, Merton (1988), "The Modigliani-Miller propositions after thirty years", *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2, No. 4, Otoño.

Modigliani, Franco y Merton Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3.

Modigliani, Franco (1982), "Debt, dividend policy, taxes, inflation and market valuation", *Journal of Finance*, Vol. 37, No.2, Mayo.

Moore, B. J. (1979), "The Endogenous Money Stock", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 2(1), Fall, pp. 49-70.

Moore, B. J. y Stuttman, S.L. (1982), "A causality analysis of the determinants of money growth", *British Review of Economic*. Vol. 6, spring, pp.1-25.

Moore, B. J. (1983), "Unpacking the Post Keynesian black box: Bank lending and the money supply", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 5(4), Summer, pp. 537-556.

——— (1985a), “Contemporaneous reserve accounting: Can reserves be quantity constrained?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 7(1), pp. 103-113.

——— (1985b), “Wages, bank lending, and the endogeneity of credit money”, en M. Jarsulic (ed.) *Money and Macro Policy*, (“Recent Economic Thought”), Boston: Kluwer-Nijhoff Publishing, Capítulo 1.

——— (1988a), “The endogenous money supply”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.10 (3), Spring, pp.372-385.

——— (1988b), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press.

——— (1989a), “On the endogeneity of money once more”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 11(3), Spring, pp.479-487.

——— (1989b), “A Simple model of bank intermediation”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.12(1), Fall, pp.10-28.

——— (1989c), “The endogeneity of credit money”, *Review of Political Economy*, Vol. 1(1), pp. 64-93.

——— (1989d), “Does money supply endogeneity matter? A comment”, *South African Journal of Economics*, Vol. 57, June, pp. 479-87.

——— (1991), “Money supply endogeneity: Reserve price setting” or “reserve quantity setting?”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol.13(3), Spring, pp. 404-413.

——— (1994), “The Demise of keynesian multiplier: a reply to Cottrell”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 14 (1), pp.121-33.

——— (1998), “Accommodation to accommodationism: a note”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 21 (1), pp. 175–178.

Nersisyan, Yeva y Wray, L.R (2010), “The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking”, Working paper núm. 587, *The Levy Economics Institute*, Nueva York, febrero.

Ortiz Palacios, Luis Ángel (2009), “El carácter rentista y especulativo de la banca mexicana: restricción crediticia y altos márgenes de ganancia” *Revista Economía Informa*, núm, 361, Ed. UNAM, México.

Piégay, Pierre y Rochon, Louis-Phillipe, (2005), "Teorías monetarias poskeynesianas: Una aproximación de la escuela francesa", Revista *Problemas del Desarrollo*, núm. 143 Ed. UNAM, México.

Pollin, R. (1991), "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence", *Journal of PostKeynesian Economics*, Vol. 13(3), spring, pp. 366-396

Rodríguez Nava, Abigail (2010), "Desempeño de la banca comercial en México", en Novelo Urdanivia, Federico (Coord.), *Crisis económica global*, Ed. UAM, México DF: UAM-X, pp. 213-234.

Rousseas, S. (1989), "On the endogeneity of money once more", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 11(3), spring, pp. 474-78.

_____ (1992), *Post-Keynesian monetary economics*, in M. E. Sharpe Inc, Armonk, New York, U.S.A.

Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press).

Smith, Adam (1958), *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*; ed. de Edwin Cannan; 2ª edición, FCE, México.

Soto Esquivel, Roberto (2010), *Especulación e innovación financiera: Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México*, Ed. Miguel Ángel Porrúa, México.

Tello, Carlos (2007), *Estado y Desarrollo Económico: México 1920-2006*, Ed. Facultad de Economía UNAM, México.

Temitope, W. y Osita (2002), *Financial liberalization, emerging stock markets and Economic development in Africa*, Ed. International Development Research Centre Documents.

Toporowski, Jan. (2011), "Innovación Financiera y Desarrollo", Revista *Problemas del Desarrollo*, núm. 165 Ed. UNAM, México.

Vercelli, Alessandro (2009) "A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis", Working paper núm. 579, *The Levy Economics Institute*, Nueva York, octubre.

Wray, L. Randall, (2006), *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo*, Facultad de Economía-UNAM, México.

_____ (1998), *Understanding Money*, Ed. Edward Elgar, Northampton.

Zuñiga, Juan Antonio (2012), "Revela Condusef los nombres de las 942 Sofomes que operan al margen de la ley", *Periódico La Jornada*, 17 Abril 2012, Ed. Desarrollo de Medios, México.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS

www.ahm.org.mx

www.banxico.org.mx

www.bbvarresearch.com

www.bmv.com.mx

www.cnbv.gob.mx

<http://data.worldbank.org>

<http://economia.terra.com.mx>

www.ixe.com.mx