



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO
FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
ACATLÁN**

**EL DESACOPLAMIENTO ENTRE EL SECTOR
REAL Y FINANCIERO: UN ANÁLISIS PARA LA
ECONOMÍA MEXICANA (1996 – 2018)**

TESIS

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADA EN ECONOMÍA**

**PRESENTA:
GLORIA ESMERALDA FORTUNA OROZCO**

**ASESORA: DRA. MÓNICA CRISTINA MIMBRERA
DELGADO**



SANTA CRUZ ACATLÁN, EDO. DE MÉXICO. SEPTIEMBRE DE 2022



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

A la Universidad Nacional Autónoma de México, de forma particular a la FES Acatlán, por ser el lugar donde viví experiencias que enriquecieron mi vida, que me hicieron mejor estudiante, economista y persona. Gracias por ser mi segunda casa.

A la doctora Mónica Mimbrera por apoyarme en la realización de este trabajo y compartirme de su conocimiento. Gracias por su sabio consejo y paciencia.

A todos los profesores que tuve durante la carrera, porque de todos he aprendido tanto. Gracias por las enseñanzas.

A mis compañeros por su sincera amistad, porque compartimos tantas vivencias en esta bella etapa, y aun nos faltan más...

A mi familia por ser el motivo de mi esfuerzo, por compartir mis sueños, por siempre estar ahí para darme su apoyo y cariño. Muchas gracias

A Dios. Gracias por todo

Contenido

INTRODUCCIÓN	5
CAPÍTULO 1. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL	11
¿POR QUÉ SURGE EL SISTEMA FINANCIERO?.....	11
LOS INTERMEDIARIOS EN LA ECONOMÍA	13
LAS FUNCIONES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS	15
EL SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO	18
DESACOPLAMIENTO	19
Visión postkeynesiana	20
Visiones marxistas modernas y regulacionistas	22
Visión ortodoxa	24
La teoría de los mercados financieros eficientes	26
Teoría de la represión financiera	28
Las estrategias financieras aplicadas por las corporaciones.....	30
CRISIS: MANIFESTACIÓN PERVERSA DEL DESACOPLAMIENTO.....	31
CANALES DE TRANSMISIÓN O CONTAGIO DE LAS CRISIS FINANCIERAS.	39
CAPÍTULO 2. ANÁLISIS PARA MÉXICO	44
EL FIN DE BRETTON WOODS Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ECONOMÍA MEXICANA	44
DEL BOOM PETROLERO A LA CRISIS DE LA DEUDA.....	49
LA PRIMERA CRISIS EN LA ERA DE LA FINANCIARIZACIÓN.....	56
Efecto Contagio	58
Efecto Tequila	59
Efecto Dragón.....	60
Efecto Vodka	62
Efecto Samba	63
Efecto Tango	65

REPERCUSIONES DE LA CRISIS SUBPRIME EN MÉXICO	68
CAPÍTULO 3. MODELO ECONOMETRICO	81
REVISIÓN LITERATURA.....	81
METODOLOGÍA	83
HECHOS ESTILIZADOS	83
Descripción de series y pruebas de raíces unitarias.....	86
Análisis de correlación.....	88
Análisis de causalidad en el sentido de Granger	90
ESTIMACIÓN.....	91
Modelo de largo plazo.....	91
Mecanismo de corrección de error (MCE)	92
Modelo de corto plazo.....	93
PRUEBAS DE CORRECTA ESPECIFICACIÓN.....	95
Normalidad	95
Autocorrelación.....	96
Heterocedasticidad	96
Forma funcional	97
Estabilidad	98
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS.....	99
RECOMENDACIONES PARA FUTURAS INVESTIGACIONES.....	99
CONCLUSIONES.....	100
FUENTES DE INFORMACIÓN	102

INTRODUCCIÓN

*Hoy tienes que correr más rápido
para permanecer en el mismo lugar.*

Philip kotler

En el pasado, ha quedado el capitalismo tradicional, donde todo giraba en torno a la producción, y la fábrica era la principal institución generadora de riqueza; ahora, el capitalismo ha entrado en una nueva fase caracterizada, entre otros rasgos, por la hegemonía de las finanzas. Cabe señalar que este nuevo capitalismo conocido como *capitalismo financiero* ha surgido ante la necesidad de seguir generando ganancias pese a la tendencia al estancamiento de la economía real; el sistema financiero les ha permitido a las grandes empresas, y sobre todo a los bancos, ampliar su margen de beneficios.

Ante el estancamiento de las oportunidades de inversión en el sector productivo, los dueños del capital encontraron una salida a su creciente masa de capital en la esfera financiera. En las últimas décadas, los grandes empresarios han destinado gran parte de sus inversiones a la especulación, donde pueden obtener sustanciosas ganancias en un periodo mucho menor que en el sector productivo.

El capitalismo financiero busca subsanar las contradicciones del sector productivo, a través del sector financiero, tal como señala Teitelbaum: “La «solución» capitalista a estos dos problemas (descenso de la tasa de ganancia y amenaza de crisis de sobreproducción por achicamiento del mercado consumidor) consiste en la hipertrofia y la desregulación del sistema financiero” (Teitelbaum, 2010).

Sin embargo, el sistema financiero no sólo funciona como una válvula de escape para los excedentes de la producción, sino que también permite ampliar los niveles de demanda a través de un aumento del poder de compra de los consumidores, esto es posible mediante la expansión del crédito. En la actualidad, el crédito es visto como una extensión del ingreso, y si bien ha servido para mantener o incluso

incrementar el poder adquisitivo de los agentes económicos en el corto o mediano plazo, de la misma forma se ha creado una mayor dependencia a la deuda.

Este fenómeno caracterizado por el dominio de la esfera financiera sobre la economía real, es conocido como *financiarización*, su aparición se remonta a la década de los setenta, tras el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods; pero no fue hasta la década de los noventa cuando este fenómeno maduró, gracias a que los mercados financieros se desregularon y se crearon instrumentos financieros más sofisticados.

La financiarización descansa en dos pilares fundamentales que son: la desregulación y la innovación financiera; estos elementos han transformado el papel del sector financiero en la economía. Por una parte, la desregulación permitió a la banca diversificarse y ampliar los márgenes de endeudamiento de los agentes, y por otra, la innovación trajo consigo nuevos medios y productos para especular que permitían maximizar beneficios atomizando el riesgo, aunque esto no implica que los mercados financieros sean más seguros, por el contrario, cada vez son más volátiles y poco transparentes.

Ciertamente, la financiarización permite al sistema económico tradicional seguir funcionando, mediante una expansión de la capacidad de endeudamiento y de las actividades especulativas, pero, son precisamente estos mismos elementos los que han generado un mayor desequilibrio en la economía; como bien apuntaban Foster y Magdoff, “La estructura financiera de la economía capitalista avanzada muestra un defecto interno que muestra la doble naturaleza de la financiación de impulso, pero también fragilidad o inestabilidad” (Foster y Magdoff, 2009).

En teoría, el sector financiero debería de proveer los recursos que requiere la esfera productiva para su operación, sin embargo, bajo el contexto de la financiarización ocurre al revés, el sector financiero es el que demanda los flujos de capital de la economía real para seguirse reproduciendo y expandiendo. Cabe destacar que, la economía real es mucho más estable que la economía financiera, ya que está fundamentada en el trabajo y el capital; pero ambas son dependientes una de la

otra, por lo que entre más alejada este la esfera financiera de la real la economía en general será más inestable, y por lo tanto más propensa a crisis.

Bajo los preceptos de la escuela ortodoxa, los bancos, en su papel de intermediarios, se encargan de captar los depósitos de los ahorradores y los ponen a disposición de las entidades y los agentes carentes de efectivo, quienes se comprometen a regresar el monto solicitado más el pago del interés correspondiente. Estos créditos son un medio de financiamiento para invertir en recursos productivos, lo que potencia la actividad real de la economía.

A la luz de la evidencia que se presentará en este trabajo, se prevé que el desacoplamiento existe, y que se agrava con el paso del tiempo, lo cual, afecta la dinámica entre la esfera real y financiera, provocando que el sistema financiero en lugar de repuntar la inversión desplace la actividad productiva.

En el contexto de lo anteriormente expresado, esta investigación es relevante porque:

- En el ámbito de política económica, la construcción y análisis del ciclo financiero permitiría mejorar la toma de decisiones gubernamentales; ya que brindaría un enfoque más integral. En la era de la financiarización, se vuelve imprescindible el estudio del sistema financiero, y su vinculación con la economía en su conjunto.
- México fue uno de los países latinoamericanos más afectados por la crisis financiera estadounidense, esto pone en manifiesto la necesidad de un marco regulatorio e institucional que permita a la economía estar en mejores condiciones de enfrentar los desequilibrios macroeconómicos y financieros internacionales.
- El sistema financiero mexicano se encuentra en una etapa temprana de su desarrollo, por lo que, depende del esfuerzo conjunto de las instituciones financieras y autoridades económicas que pueda lograrse un desarrollo estable del sistema financiero, que permita repuntar la inversión y, en consecuencia, generar desarrollo económico.

- Al ampliarse la brecha entre la esfera real y financiera, el sistema financiero se vuelve más vulnerable y propenso a sufrir crisis. Esta fragilidad financiera trae consigo severos costos sociales para la economía, como: efectos recesivos, histéresis en mercados laborales, contracción de gasto público, etc., los cuales agravan los problemas estructurales de nuestro país.

El siguiente trabajo de investigación tiene como objetivo general estudiar cómo a consecuencia de la financiarización se ha ampliado la brecha entre la economía real y las finanzas, y analizar los efectos que este desacoplamiento conlleva para el caso de la economía mexicana, particularmente su impacto sobre el crecimiento económico. Para el alcance del objetivo previo se plantearon los siguientes objetivos particulares:

- Explicar desde diferentes enfoques teóricos la relación que existe entre la esfera real y la actividad financiera.
- Destacar la importancia del estudio y construcción del ciclo financiero.
- Analizar los retos de la economía mexicana en el contexto de la financiarización, especialmente en entornos de alta volatilidad financiera.
- Plantear medidas de diseño y coordinación de política económica para matizar las fluctuaciones del ciclo financiero.

Este trabajo parte de la hipótesis de que en la era de la financiarización se agrava el fenómeno del desacoplamiento entre el sector real y financiero, y que entre más se separan las finanzas de la producción, el sistema económico se vuelve más frágil y vulnerable, provocando que el sistema financiero en lugar de impulsar el crecimiento económico entorpezca la actividad económica.

Algunas de las preguntas que esta investigación pretende resolver son las siguientes: ¿Existe una relación entre el desarrollo financiero y crecimiento económico? ¿Existe una relación entre la financiarización y el estancamiento productivo? ¿Se puede encausar al sistema financiero para impulsar el crecimiento económico?

Las variables de interés para el análisis del problema (mismas que fueron estudiadas en niveles, como tasas de crecimiento, y en los casos que lo ameritaba, como proporción de algún otro indicador) fueron clasificadas en dos grupos:

- Las variables financieras, por ejemplo: el IPC, los créditos otorgados por la banca comercial y el valor de los servicios financieros.
- Las variables reales, entre las que destacan: el PIB, el IGAE y la formación bruta de capital fijo.

El estudio de las variables anteriormente mencionadas permitió determinar la existencia de desacoplamiento en la economía mexicana, y analizar los efectos que conlleva esta separación entre la esfera financiera y productiva.

La delimitación temporal del problema de estudio abarca del año 1996 hasta el 2018. La selección del espacio temporal se justifica por la disponibilidad de los datos en las variables de interés, pero además porque es un lapso suficiente amplio para analizar, por un lado, el impacto de la financiarización y el papel del sistema financiero bajo diferentes modelos de desarrollo económico, y por otro, las reformas implementadas a raíz de las diversas crisis por las que se ha transitado la economía de nuestro país.

La metodología de este trabajo se fundamenta en una investigación documental siguiendo el método deductivo, es decir, se parte de un marco teórico general sobre la inestabilidad del sistema financiero haciendo alusión a la reciente crisis financiera internacional, para entender como estos fenómenos afectan la dinámica de la economía mexicana. De igual forma, se desarrolló un trabajo de investigación descriptivo para poder entender las condiciones del sistema financiero mexicano, y analizar el vínculo que existe entre la esfera real y financiera. Por último, el trabajo también se sustentó en una investigación de carácter cuantitativo, mediante la revisión de diversos datos estadísticos secundarios se permitió la construcción de un modelo econométrico que ayudó a verificar la hipótesis anteriormente planteada.

La presente investigación consta de tres capítulos y una sección de conclusiones generales. En el primero de ellos se presenta un marco teórico que permite

comprender, a través de las diferentes escuelas de pensamiento económico, el fenómeno del desacoplamiento entre el sector real y financiero. Para ello se plantean los principales postulados de cada enfoque con respecto al papel del sistema financiero en la economía, en particular, como un mecanismo para financiar las actividades productivas, además, se describen las consecuencias nocivas del desacoplamiento, que generalmente se manifiestan en las economías como crisis.

El capítulo dos se estructuró en cuatro apartados. En el primero de ellos se describió el perfil general de la economía mexicana y los cambios que se derivaron en los mercados financieros con la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods. Posteriormente, se estudiaron las condiciones que dieron pie a la inestabilidad del sistema financiero, y que desataron una severa crisis de la deuda en el año de 1981. En la tercera sección, se analizó la primera crisis en la era de la financiarización (1994), y cuyas repercusiones se replicaron en otras economías emergentes. En la última parte se estudia la crisis financiera de 2008 y como afectó a México, así como una reflexión de las medidas adoptadas por nuestro país para contrarrestar los efectos de esta crisis.

En el capítulo tres se presentan e interpretan los resultados de un modelo de integración con base en la metodología Engle-Granger, que permita demostrar o refutar la existencia de desacoplamiento entre la inversión productiva y los servicios financieros. Este apartado concluye con la interpretación de los resultados que arroja tanto el modelo de integración como el Mecanismo de Corrección de Error (MCE).

En el apartado final, se presentan algunas reflexiones acerca de la desvinculación de los servicios financieros y la inversión productiva en México, y sobre el papel que desempeña el sector financiero dentro de la estrategia de financiamiento del crecimiento económico. Asimismo, se plantean nuevas líneas de investigación que puedan desprenderse de este trabajo.

CAPÍTULO 1. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL

El banco es algo más que hombres.

*Fíjate que todos los hombres del banco detestan
lo que el banco hace, pero aun así el banco lo hace.*

El banco es algo más que hombres, créeme. Es el monstruo.

Los hombres lo crearon, pero no lo pueden controlar.

"Las uvas de la ira" (1939), John Steinbeck

El objetivo de este capítulo es presentar los principales enfoques que estudian el funcionamiento de los sistemas financieros, particularmente la banca, y su conexión con la actividad productiva. Partiendo de este objetivo, el presente capítulo se divide en tres apartados. En el primero se estudian las funciones de la intermediación financiera y su importancia en el mercado. En el segundo apartado se estudian las principales visiones teóricas que explican el fenómeno del desacoplamiento entre el sistema financiero y la actividad económica real. Por último, se analizan las crisis financieras como una evidencia tangible de que la brecha entre la esfera productiva y el sistema financiero se ha ampliado.

¿POR QUÉ SURGE EL SISTEMA FINANCIERO?

Los modelos de equilibrio general, poco se ajustan a nuestra imperfecta realidad; porque carecen de incertidumbre, además, en ellos se asume que no existen costos de transacción ni de búsqueda de información, ya que la economía funciona bajo el supuesto de que la información es completa, simétrica y gratuita. Si consideramos que los mercados son perfectos, las transacciones entre personas y empresas fluyen sin problema, por lo tanto, la asignación de recursos es eficiente en el sentido de Pareto por lo que no se requiere de intermediarios financieros.

Sin embargo, si aceptamos que existe incertidumbre y que las transacciones entre los agentes económicos conllevan costos, tanto de información como de transacción, el mercado no funcionaría de forma óptima, las asignaciones no serían

eficientes e incluso, algunos empresarios y prestatarios no podrían interactuar ni beneficiarse del mercado. Precisamente por estas razones, se justifica la existencia de instituciones financieras que funjan como intermediarias entre quienes desean ahorrar sus recursos e invertirlos, y los que desean solicitar un préstamo. Los intermediarios financieros pueden simplificar y agilizar la canalización del ahorro hacia la inversión, y así reducir los costos que implican las operaciones de mercado, coadyubando de este modo a activar el mercado, permitiendo que tanto ofertantes como demandantes se beneficien mutuamente.

Otro problema que ocurre en los mercados imperfectos es la información asimétrica, que se presenta cuando la información que existe en la economía no es la misma para cada uno de los participantes del mercado, lo que complica la toma de decisiones y perjudica a quien posee menor conocimiento. Asimismo, la información asimétrica desencadena otros problemas como: la selección adversa, el riesgo moral y el *free-rider*; a continuación, se detallan cada uno de estos conceptos:

La *selección adversa* es un problema de información asimétrica que ocurre *antes* de la transacción; cuando aumenta la tasa de interés de manera indiscriminada se afecta a quienes buscan financiar sus proyectos, sobre todo a quienes tienen proyectos más seguros. El problema de selección adversa aumenta las probabilidades de que se otorgue el préstamo al proyecto de mayor riesgo, ya que, quienes cuentan con proyectos más seguros no soportan el incremento, y podrían salir del mercado, por el contrario, quienes desean financiar proyectos riesgosos podrían ser los más interesados en obtener un préstamo. Aunque para los prestamistas, financiar proyectos riesgosos implica una mayor probabilidad de impago.

El *riesgo moral* se presenta después de que ocurre la transacción; en este caso el prestamista corre el riesgo de que el prestatario participe en actividades que son poco redituables o rentables, porque hacen menos probable que el préstamo sea reembolsado. Por ejemplo, una vez que los prestatarios han obtenido un préstamo, pueden asumir grandes riesgos, los cuales tendrán posiblemente altos rendimientos, pero también un riesgo mayor de fracaso. Como el riesgo moral

disminuye la probabilidad de que el préstamo sea reembolsado, esto puede provocar que los prestamistas decidan no hacer el préstamo.

El llamado problema del *paracaidista* o *free-rider* ocurre cuando dentro de un grupo de personas hay alguna que se aprovecha de la información colectiva para su beneficio personal siendo quien menos haya contribuido a su obtención, o la persona que se beneficie sin haber pagado por ella, de la información del mercado.

En general, estos problemas explican la razón por la que tanto los mercados de valores como los bancarios, juegan un papel crucial en el financiamiento de las actividades de los negocios y la producción en la economía, generando una mayor eficiencia en la asignación de los recursos excedentes a las actividades más rentables y que dinamicen la economía, al mismo tiempo que reducen los costos y minimizan los riesgos. De esta manera, el buen funcionamiento de los mercados financieros es un factor clave para generar crecimiento en la economía en su conjunto.

LOS INTERMEDIARIOS EN LA ECONOMÍA

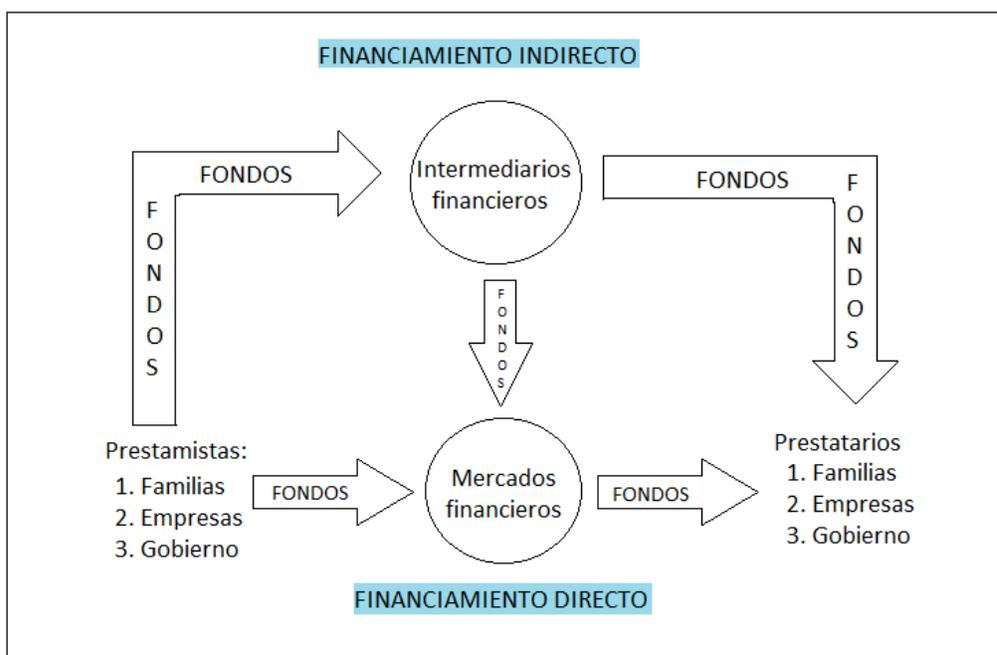
En un modelo con sistema financiero, los agentes cuentan con dos maneras de financiarse (Uribe, M., Fierro, L., Velázquez, M. y Velasco, S., 2009):

- Financiamiento interno o autofinanciamiento: consiste en financiar los gastos con recursos propios.
- Financiamiento externo: cuando se recurre a los intermediarios financieros para abastecerse de fondos para financiar dichos gastos, ya sea por medio de créditos o activos financieros.

Antes de profundizar en el tema, es necesario esclarecer el concepto de intermediario financiero, en un sentido más tradicional, hace referencia a las instituciones que facilitan o interceden entre las personas que ahorran y, los que solicitan préstamos. De manera más formal, se podría decir que, los intermediarios financieros transforman los activos adquiridos de sus clientes, o del mismo mercado en sus pasivos (Mantey, 1994).

Los intermediarios financieros se pueden categorizar en dos grupos, los bancarios y los bursátiles. Los intermediarios bancarios son los que contactan directamente a las empresas (prestatarios) con los inversionistas (prestamistas). En este caso, el prestatario adquiere un activo financiero y se compromete a pagar la suma prestada en un tiempo futuro, más un pago adicional al intermediario; el intermediario indirecto por excelencia es el banco. Por su parte, los intermediarios no bancarios crean valores e instrumentos de deuda, pero no con sus propios fondos o con los depósitos de los ahorradores. Y son, precisamente, las instituciones financieras las que se encargan de la intermediación de dichos activos financieros, y su papel dentro de la economía es vital, ya que facilitan el movimiento de los recursos de los agentes que tienen un exceso de fondos disponibles a quienes tienen un déficit y demandan recursos (ver figura 1).

Figura 1: Flujo de fondos a través del sistema financiero



Fuente: Elaboración propia con referencia de Mishkin, F. (2008) Instituciones financieras. En *Moneda, banca y mercados financieros*.

El mercado financiero incluye a muchos tipos distintos de instituciones financieras, suelen clasificarse en: bancarias, cuyo papel de intermediario consiste en la “compra de valores primarios y creación de dinero” (Gurley y Shaw, 1960:192), su

función es la administración del sistema de pagos por lo que tan sólo moviliza el ahorro; y no bancarias que “compran valores primarios y crean obligaciones no monetarias sobre sí mismos, que puede tomar la forma de depósito de ahorro, títulos, acciones y otras obligaciones” (Gurley y Shaw, 1960:193). Dentro de los intermediarios financieros no bancarios se pueden enunciar: los fondos de inversión, fondos de ahorro mutualistas, uniones de crédito, aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de cobertura, entre otros.

Entonces, la diferencia básica, es que los primeros reciben depósitos, mientras que los segundos no. Seguramente, cuando hablamos de intermediarios financieros bancarios, inmediatamente pensamos en un banco, sin embargo, se incluyen también a las compañías de seguros, los fondos mutuos, las compañías de finanzas, los bancos de inversión, etc.

LAS FUNCIONES DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Como se puntualizó anteriormente, las instituciones financieras surgieron para disminuir los costos asociados a la obtención de información y la realización de transacciones, aunque su función esencial como intermediarios financieros es la de facilitar la asignación de recursos. Levine en su texto de 1999, señala que para que los intermediarios puedan cumplir con su objetivo principal deben desempeñar funciones adicionales como:

1. Gestionar riesgos
2. Operar el sistema de pagos
3. Proporcionar liquidez
4. Producir información
5. Disminuir los costos de transacción
6. Crear activos y transformar plazos

A continuación, se describe con mayor detenimiento en qué consiste cada una ellas:

Gestión del riesgo

Los mercados e instituciones financieras también promueven la diversificación de riesgos, así pueden ayudar en la reducción de los riesgos a los que están expuestos los inversionistas. El intermediario entre el ahorro-inversión debe diversificar la inversión o colocación de recursos, minimizando así los riesgos inherentes a la financiación de actividades arriesgadas. La diversificación implica la inversión en un conjunto de activos cuyos ingresos no siempre se desplazan juntos, con lo que el riesgo global es más bajo que el de los activos individuales. Como dice el dicho popular: “No se deben poner todos los huevos en la misma canasta”.

Operación del sistema de pagos

El sistema de pagos es un gran entramado del sector financiero que involucra a todos los agentes económicos; este enorme sistema debe funcionar bien para que todos los que estamos inmersos en él, podamos realizar transacciones, dar y recibir pagos. Las instituciones financieras están tan interconectadas con el resto de la economía, que si el sistema de pagos opera de forma deficiente podría frenar la actividad económica. Cuando funciona de forma óptima, permite agilizar las operaciones, facilitando el contacto rápido entre los agentes que participan en las diferentes operaciones.

Proporcionar liquidez

La liquidez es la facilidad y rapidez con que los agentes pueden convertir los activos en poder adquisitivo a precios convenidos. En la medida en que se amplíen y se desarrollen mercados de un activo concreto, se logrará una mayor facilidad para convertirlo en dinero, sin sufrir pérdidas.

Los intermediarios financieros brindan servicios de liquidez a sus clientes, ya que les facilitan las transacciones. Por ejemplo, ofrecen cuentas de cheques a los depositantes para que paguen fácilmente sus facturas. Además, los depositantes ganan intereses sobre las cuentas de cheques y de ahorros, que les permiten adquirir bienes y servicios en caso necesario.

Producir información

La función de recopilar y procesar información sobre los proyectos de inversión más rentables resulta difícil de obtener y costosa. Consecuentemente, el alto costo de la información puede impedir que el capital fluya hacia las actividades más rentables. Los agentes podrían no contar con el tiempo, la capacidad, o los medios para reunir y procesar información sobre una amplia variedad de empresas, administradores y condiciones económicas, y esto podría llevarlos a tomar malas decisiones sobre posibles inversiones. En este sentido, Levine (1997) identifica que las instituciones financieras pueden remediar los problemas originados por la falta de información.

Los costos de adquisición de la información crean incentivos para el surgimiento de intermediarios financieros (Damon, 1984, y Boyad y Prescott, 1986); quienes se encargan de recabar información, así se reducen los costos de búsqueda de información y se facilita el acceso a la información sobre oportunidades de inversión, y por lo tanto mejorara la asignación de recursos.

Costos de transacción

Los costos de transacción son los asociados a las negociaciones entre agentes económicos al momento de definir un contrato. Cabe mencionar que, el tiempo y el dinero que se utilizan para llevar a cabo las transacciones financieras, son un gran problema para los agentes. Los intermediarios financieros pueden reducir sustancialmente los costos de transacción porque han desarrollado una especialización para reducirlos; ya que toman ventaja de las economías de escala en disminuir los costos de transacción a medida que el tamaño de las transacciones aumenta. En ese sentido, al reducirse estos costos, se mejora la asignación de recursos y se incentiva el crecimiento económico.

Crear activos y transformar plazos

El mercado financiero soluciona así las diferencias entre las mayores preferencias de liquidez del ahorrador y la necesidad del empresario, el sector público o el inversionista de disponer de los recursos de un mayor tiempo de acuerdo al retorno de su inversión. Por otra parte, los intermediarios financieros crean y venden activos

que tienen características de riesgo con las cuales las personas se sienten a gusto, y los intermediarios usan los fondos que adquieren mediante la venta de estos activos para comprar otros más riesgosos.

El sistema financiero, ejecuta las ya mencionadas funciones, con el propósito de subsanar las fricciones que se presentan en el mercado. De manera particular, los intermediarios financieros, cuando actúan para atenuar los costos de transacción y de la información, desempeñan una función esencial, es decir, facilitan la asignación de recursos, en el tiempo y el espacio, en un ambiente donde predomina la incertidumbre (Melton y Bodi, 1995). Es preciso aclarar, que las fricciones del mercado no desaparecen con la simple presencia de los intermediarios, solamente se aminoran.

EL SISTEMA FINANCIERO Y CRECIMIENTO

El rol del sector financiero en la economía ha sido ampliamente debatido en la literatura económica, pero, después de la crisis financiera de 2008, nuevamente se ha avivado el debate entre analistas y académicos. La discusión sobre las relaciones entre el sistema financiero y la actividad económica hace referencia a los efectos del desarrollo financiero sobre los factores determinantes del crecimiento económico. En concreto, se argumenta que, por medio de distintas funciones, las instituciones financieras reducen, mas no eliminan, las fricciones del mercado tales como los costos de información y los costos de negociación asociados a las transacciones financieras.

Como se señalaba con anterioridad, la intermediación surge como una respuesta a la incapacidad de los mecanismos de mercado para resolver eficientemente los problemas de información, además, los intermediarios financieros facilitan el flujo de recursos de las unidades superavitarias hacia las unidades deficitarias, disminuyendo los costos de transacción y los riesgos. De esta manera, desempeñan un papel crucial en la economía. Cuando los bancos y otras instituciones financieras cumplen con sus funciones, permiten que los mercados funcionen, y que los recursos se asignen óptimamente. Por ello, suele afirmarse que la intermediación financiera está relacionada con el crecimiento económico.

Si bien, desde los mercados financieros es posible financiar las esferas de la producción, también es posible que se financie el intercambio de bienes y servicios; ya que tanto familias como empresas y gobierno pueden hacer y recibir depósitos. Debido a que los ahorradores pueden acceder a los recursos de los intermediarios, muchos de los productos generados en las empresas podrán ser obtenidos por las familias por medio de las facilidades ofrecidas por los intermediarios financieros.

Desde la visión de la economía convencional, para poder realizar una inversión se requiere un ahorro ex -ante. En teoría, el crecimiento se transmitirá de las instituciones financieras al resto de la economía vía inversión (De Gregorio y Guisote, 1995); se supone que los intermediarios financieros captarían los recursos y los destinarían a proyectos con mayor rentabilidad, dinamizando la inversión. En este sentido, las instituciones financieras apoyan u obstaculizan el proceso de ahorro-inversión-crecimiento económico (Stuart, 1994).

Dicho esto, se puede entender porque recientemente se ha promovido la liberación y desregulación financiera. Si se parte del supuesto de que la desregulación del sector bancario y la liberalización del mercado de valores favorece que el sistema financiero se desarrolle y, por ende, se incremente el ahorro disponible (tanto interno como externo), y a su vez, esta mayor cantidad de recursos pueda invertirse en actividades productivas, y en consecuencia generar una mayor tasa de crecimiento económico (Mckinnon, 1973).

Como podemos observar, esencialmente se apunta a señalar el vínculo en dirección desde el sistema financiero hacia el crecimiento económico; los intermediarios financieros pueden ser capaces de movilizar los ahorros del público, mediante la discriminación de los proyectos con mayor rentabilidad, la financiación de las mejores tecnologías y favoreciendo de esta manera al crecimiento económico.

DESACOPLAMIENTO¹

Desde la ruptura de los acuerdos de *Bretton Woods*, se ha promovido la liberación de los mercados y la desregulación financiera, para que el sector financiero pudiera

¹Término atribuido a Menkhoff y Tolksdorf (2001), mismo que hace referencia a la desvinculación entre el sistema financiero y la economía real.

desarrollarse y cumplir con su papel como asignador de recursos a la economía real, para que de este modo se genere crecimiento económico. Sin embargo, el sistema financiero ha adquirido un papel preponderante en la economía, y ha dejado de cumplir con su función principal, ya no se asignan los recursos apropiadamente.

Dar prioridad a la actividad financiera sobre la productiva crea una distorsión en la asignación de recursos, y esto ha suscitado que la relación entre la inversión productiva y la financiera se distancie, y que se desacelere el crecimiento. Ya que, los inversionistas prefieren obtener ganancias rápidas en la especulación financiera que enfrentar los riesgos de la irreversibilidad de las inversiones en el sector real. Entonces, pareciera que la economía se subordina al sistema financiero, mismo que opera “siguiendo su propia lógica y la economía real debe adaptarse a las consecuencias de esto” (Menkhoff y Tolksdorf, 2001).

Cuando el sistema financiero deja de fungir como intermediario, entonces, buscarán generar beneficios a partir de sus propios recursos, así el sistema se desarrollará de manera independiente de la economía real y ya no responderá a las necesidades de la economía real, la consecuencia es una creciente desvinculación entre ambas esferas, este fenómeno es mayormente conocido como “desacoplamiento”. Este desacoplamiento entre el sistema financiero y la economía real ha sido abordado por varias perspectivas teóricas: desde la postura postkeynesiana que ha sostenido que es un “problema inherente” al capitalismo, cuya raíz es la inestabilidad de los mercados y la incertidumbre endógena; para los marxistas y regulacionistas, también es un problema bidireccional relacionado con la caída de la tasa de ganancia; en tanto que para la ortodoxia en general el desacoplamiento es un problema eventual que el mercado solucionará por sí mismo. A continuación, se expone el planteamiento de cada uno de estos enfoques respecto a la desvinculación entre la economía real y el sistema financiero.

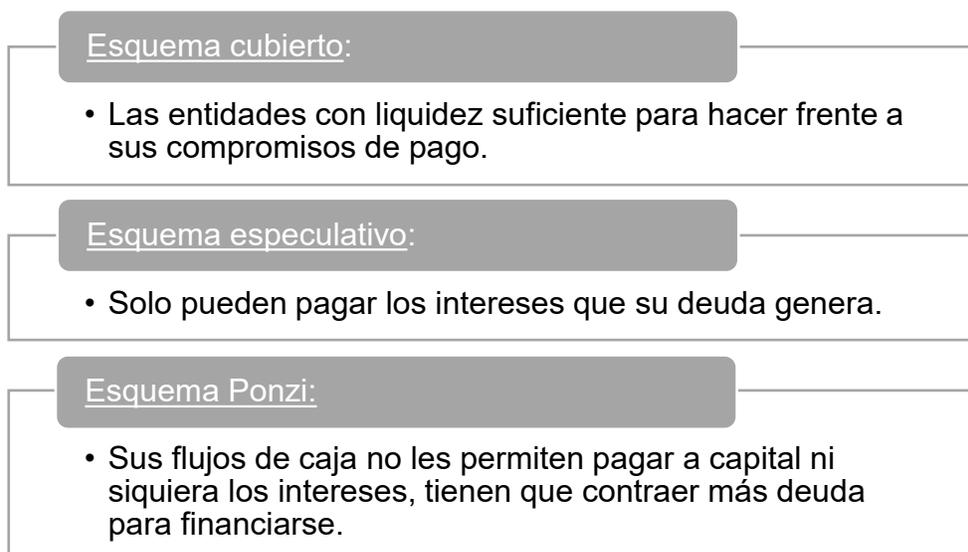
Visión postkeynesiana

Para esta corriente del pensamiento económico la cuestión de la desvinculación, tiene como uno de sus supuestos principales “La hipótesis de la inestabilidad financiera”, establecida por Hyman Minsky en su artículo del mismo nombre del año

1992, en el cual plantea “una teoría del impacto de la deuda sobre el comportamiento del sistema económico” (Giron y Chapoy, 2007)

En un intento por explicar la manera en la cual la deuda es validada, Minsky llega a la conclusión de que en los momentos de bonanza económica se fomenta que tanto prestatarios como prestamistas estén dispuestos a aceptar mayores riesgos, y así, los agentes que siguen un esquema de financiamiento de tipo cubierto se transformaran en entidades de financiamiento especulativo, o incluso de financiamiento Ponzi (ver figura 2).

Figura 2. *Esquemas de financiamiento*



Elaboración propia con referencia de Minsky, H. (2008) *La hipótesis de la inestabilidad financiera*.

Minsky estudia la relación que existe entre los ciclos de negocios y los cambios en las estructuras financieras; desde su enfoque, el crédito tiene un carácter procíclico, y establece que, en tiempos de auge económico predomina un ambiente de optimismo, así que los requerimientos al otorgamiento de créditos se relajan, y por tanto el nivel de apalancamiento es mayor. En ese mismo documento, Minsky señala que la desregulación y la innovación financiera han tenido implicaciones

sobre el ciclo de crédito, que amplifican la magnitud e intensidad de los acontecimientos económicos.

En su escrito “Stabilizing an Unstable Economy”, Minsky explica que, a raíz de las recientes innovaciones financieras, la banca y los mercados de capitales trastornaron la manera en que se desenvuelve la dinámica de acumulación. Sumado a lo anterior, también señala que las negociaciones financieras se dan en un ambiente de incertidumbre. Primero, porque el desconocimiento del futuro, y las expectativas podrían frustrarse (Arestis, 1988). Además, no es posible conocer las consecuencias de las acciones que se tomen, ya que, el resultado de esas acciones demora tiempo y no es posible conocerlo anticipadamente. Dicho en otras palabras, la expansión de la deuda y la especulación podría afectar la manera en que operan las empresas (Minsky, 1986).

Recapitulando, la explicación de la desvinculación desde la visión postkeynesiana tiene como argumento principal que el futuro es incierto, por lo que es sumamente difícil asignar los recursos correctamente; Minsky señala la imposibilidad de que el sistema financiero pueda cumplir con esta función primordial, porque el sistema económico es naturalmente inestable por la existencia de incertidumbre. Además, derivado de su análisis de los esquemas de financiamiento, Minsky llega a la conclusión de que en la fase expansiva del ciclo se fomenta una mayor demanda y oferta de crédito, y conforme se avanza en el ciclo de negocios los ingresos se van erosionando, esto provoca que el sistema financiero (y el resto de la economía) sea cada vez más frágil, debido a que se genera un problema de falta liquidez, y esta *iliquidez* es uno de los detonantes principales de las crisis.

Visiones marxistas modernas y regulacionistas

Con la finalidad de interpretar la dinámica histórica del capitalismo, Duménil y Lévy, en su texto de 2014 “*La gran bifurcación. Acabar con el neoliberalismo*”, analizan los mecanismos concretos que explican las respuestas que el mismo sistema capitalista ha creado para restablecer las tasas de ganancia, y como ello ha dado pie a la aparición de tres fenómenos neoliberales: la globalización, la desregulación y la financiarización. Para estos autores, el capitalismo de nuestros días atraviesa

una fase a la que ellos denominan “segunda hegemonía financiera”, caracterizada por la libertad de las instituciones bancarias y el frenesí bursátil; y esto responde a la búsqueda de beneficios en las finanzas ante las disfunciones que presenta la actividad real para generar rentabilidad.

En su obra de 2013, “*Financiarización, o la búsqueda de beneficios en la esfera de la circulación*”, Costas Lapavistas sugiere que el sistema financiero ha permitido acumular y aumentar el capital de las esferas de la producción, la distribución y el intercambio de bienes y servicios. No obstante, en contraposición a las visiones ortodoxas, este autor, determina que la relación entre el sistema financiero y la acumulación real es contradictoria, debido a que las finanzas pueden tener efectos destructivos sobre la acumulación de capital, si se separan demasiado de la parte real.

Con base en el análisis marxista de Hilferding, este enfoque considera que la financiarización ha provocado que las empresas industriales y comerciales se han hecho menos dependientes de los préstamos bancarios, y recurren cada vez más a las transacciones financieras que se realizan en los mercados financieros globales para aumentar sus beneficios. Por su parte, Lapavistas llega a la conclusión de que los bancos se vieron obligados a redirigir sus operaciones, ahora se han enfocado al otorgamiento de créditos personales; este cambio en la composición de cartera de los bancos, de financiamiento de la inversión por financiamiento del consumo, se ha generalizado a tal grado que los autores denominan a esta práctica como “expropiación financiera”, refiriéndose, a la extracción de beneficio directamente de los salarios (Lapavistas, 2013).

De manera general, estas visiones establecen que la relación entre economía real y capital financiero es bidireccional: el primer rasgo es que el sistema financiero surge de forma endógena a la acumulación real, es decir, las finanzas son una consecuencia necesaria de la acumulación, aunque, el sistema financiero puede ser muy cambiante y seguir su propia dinámica. El segundo rasgo es que las relaciones de crédito pueden ampliar la acumulación, pero al ser una sucesión de promesas de pago interconectadas que requieren de los flujos de capital provenientes de la

esfera productiva para validarse, si en la economía real no se generan estos recursos, se rompería la cadena de promesas de pago, lo que conduciría al derrumbe del conjunto del sistema crediticio.

En síntesis, se puede decir que, desde la visión de la escuela marxista, el fenómeno del desacoplamiento responde a que las actividades de las finanzas que permiten expandir los recursos económicos necesitan concretizarse en la esfera de la producción, pero a causa de que el capital financiero busca seguir su propia dinámica, la producción pasa a un segundo plano, y esto obstruye la generación de recursos de la esfera real a la financiera. En contraste con una visión tradicional, en la que los bancos se encargaban de reunir los activos ociosos de las empresas; a los que se añaden los haberes de las familias y del Estado, este capital acumulado se pone a disposición de quienes demandan financiamiento; en el capitalismo contemporáneo, los bancos comerciales se distancian del capital industrial y comercial, al mismo tiempo que adoptaban las prácticas de la banca de inversión y volvían la mirada hacia el ingreso personal como fuente de ganancias.

Visión ortodoxa

En su trabajo de 1997, titulado "Deindustrialization: Causes and Implications", Rowthorn y Ramaswamy, analizan la disminución de la participación del sector manufacturero en el empleo total de un país, y plantean que el fenómeno del desacoplamiento, es un proceso natural del desarrollo del capitalismo. Al igual que Duménil y Lévy, quienes consideran que el desacoplamiento es una consecuencia de la evolución gradual del capitalismo, pero a diferencia de los primeros, no dan tanto peso a las condiciones históricas de la estructura social y productiva, y ellos optan por un análisis empírico de la productividad en relación con el crecimiento económico en los países más avanzados.

Según el planteamiento de Rotor y Ramaswamy, el capitalismo ha transitado por las distintas actividades productivas; primero, durante el capitalismo feudal el desarrollo del sector primario fue destacado, las actividades agropecuarias tuvieron un gran auge durante un lapso considerable de tiempo, posteriormente, la revolución industrial provocó que la estructura económica se modificara y el sector secundario

ganara importancia, así las actividades primarias perdieron fuerza, ya que tanto la mano de obra como las inversiones se trasladaron al nuevo sector en boga.

En una etapa más reciente del capitalismo moderno, el sector secundario ha perdido preponderancia frente al terciario, al cual pertenece el sistema financiero. En este sentido, no es extraño que exista una desvinculación entre economía real y sistema financiero. Ahora, las finanzas resultan más llamativas que la producción, puesto que permiten obtener mayores beneficios en un plazo más corto y sin tantas complicaciones.

Como resultado de su análisis, los autores concluyen que el crecimiento económico está fuertemente relacionado con la productividad en el sector de los servicios. Por otro lado, el problema del desempleo se ha agravado por la desindustrialización, pero los autores aseguran que este fenómeno se debe a desajustes temporales, y que en el largo plazo la economía alcanzará un nuevo punto de equilibrio, y los problemas se solucionaran.

Para Rowthorn y Ramaswamy, este proceso de desindustrialización es necesario para que la economía alcance una nueva fase de desarrollo. Entonces, la desvinculación del sistema financiero y la economía real es resultado de los cambios en proceso a nivel del mundo económico, es decir, el protagonismo de la esfera financiera es una consecuencia natural del proceso de desindustrialización de las economías.

A manera de conclusión, para la ortodoxia económica el desacoplamiento es un simple fenómeno coyuntural, que surge como resultado de la tendencia natural del capitalismo a evolucionar. Los ortodoxos no conciben que la desvinculación entre los sectores sea una complicación, sino como un cambio necesario para alcanzar la madurez económica, además, en el largo plazo los problemas derivados de las interrupciones, se corrigen. De esta forma la desvinculación en la ortodoxia no es concebida como una dificultad persistente y, por lo tanto, su estudio no pasa de ser una mera curiosidad empírica.

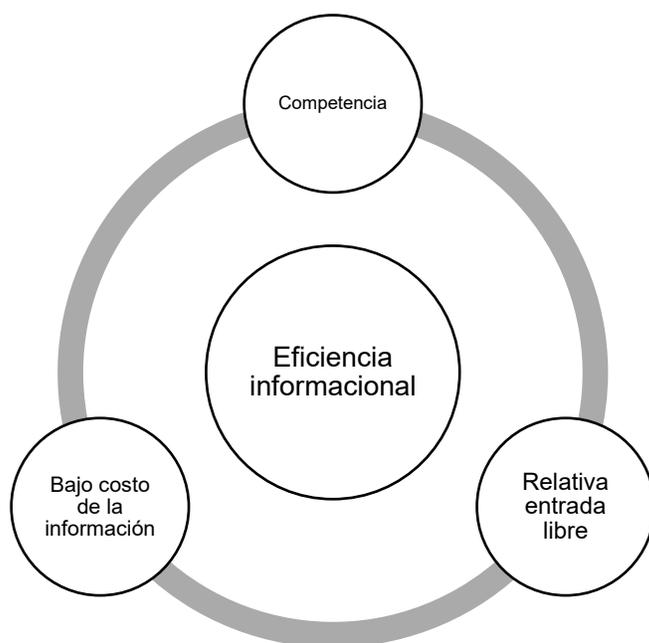
La teoría de los mercados financieros eficientes

Eugene Fama, quien pertenece a la escuela de Chicago, en su estudio llamado "Teoría de los mercados de capitales eficientes" de 1970, define su propio concepto de "mercado eficiente"; su concepto de mercado eficiente no es tan general como el habitualmente usado por los economistas, ya que el establece la eficiencia solo en términos de información. En sus propias palabras, "Un mercado eficiente es aquel que refleja siempre toda la información disponible" (Fama, 1970).

A partir de un análisis empírico de los precios de las acciones, Fama concluye que estos siguen una caminata aleatoria. Dicho esto, la teoría del paseo aleatorio, implica que los sucesivos precios de las acciones son independientes, y se ajustan automáticamente a la información disponible del mercado, es decir, que las series de precios no tienen memoria, por lo que la información de precios pasados no puede utilizarse para predecir los del futuro.

Según Fama, los mercados de valores son eficientes bajo los supuestos de que los inversionistas son racionales y maximizadores, y que las operaciones que realizan repercuten sobre los precios de las acciones y bonos. Por ejemplo, si se manifiesta alguna señal de que el precio de algún activo subirá, los inversionistas incorporaran esa información en la toma de decisiones, y realizaran transacciones con base en ella, así los precios subirán hasta que se alcance un nuevo precio que refleje de manera completa toda la información del mercado.

Figura 3. Elementos de un mercado eficiente.



Fuente: Elaboración propia con base en información de Eugene Fama (1970).

Para Fama, los precios de los activos fluctúan en relación a la información que existe, por lo tanto, los mercados son eficientes en tanto exista información eficiente (ver figura 3). Esta eficiencia informacional se debe principalmente a tres factores: la competencia, la relativa entrada libre y el bajo costo de la información de los mercados financieros (Lera, 2015).

Eugene Fama (1970) establece los siguientes niveles de eficiencia: débil, semi-fuerte y fuerte. Cada una de ellas tiene diferentes implicaciones sobre cómo funcionan los mercados:

- a) Forma de Eficiencia Débil: los precios futuros no pueden predecirse a través del análisis de los datos históricos de los precios. Los precios de las acciones no muestran series dependientes. Esto quiere decir que no existen patrones de conducta que establezcan los precios. Esto implica que los futuros movimientos que se produzcan en los precios van a estar determinados completamente por la nueva información y no por la información contenida en la serie histórica de precios.

- b) Forma de Eficiencia Semi-fuerte: la información al alcance del público relativa al futuro de una empresa debe estar ya reflejada en el precio de su acción. Dicha información incluye, además de los precios pasados (análisis técnico), datos fundamentales sobre la calidad de la gestión, la línea de productos, las patentes en posesión, la previsión de ganancias, la composición del balance, etc. Una vez más, si un inversor tiene acceso a tal información se espera que éste actualice sus expectativas respecto a la empresa y que éstas se reflejen en el precio.
- c) Forma de Eficiencia Fuerte: los precios de las acciones reflejan toda la información, pública y privada, y ninguna persona puede generar rendimientos por encima del rendimiento de mercado. Si se da la existencia de barreras legales para que la información privada se convierta en pública como las leyes de difusión de información privilegiada, la forma de eficiencia fuerte es imposible, excepto en el caso en el que las leyes sean universalmente ignoradas.

En síntesis, Eugene Fama en su teoría de los mercados eficientes, afirma que los mercados operan de manera eficiente porque los precios incorporan constantemente la información disponible, y mientras los precios reflejen la información presente en el mercado, los agentes podrán tomar decisiones racionales. Al ser perteneciente a la escuela ortodoxa, el autor acepta el hecho de que se puedan experimentar fluctuaciones que sean ineficientes en el corto plazo, pero estas son irrelevantes, puesto que en el largo plazo el propio mercado se autorregulará. Asimismo, el problema del desacoplamiento es visto como temporal, porque cuando la brecha entre actividad productiva y el sistema financiero se amplíe, los precios serán el mecanismo que lanza la señal al resto de la economía, así los agentes informados corregirán su conducta, y en un periodo posterior el mercado se ajustará.

Teoría de la represión financiera

También desde una visión ortodoxa, McKinnon y Grassmanen en su trabajo “La represión financiera y el problema de la liberalización en los países menos

desarrollados”, critican las diversas políticas que implementaron en los Estados para regular al sistema financiero, ya que desde su visión solo provocan que se reduzca el crecimiento. Estos autores argumentan que un mayor grado de intermediación en la economía (en otras palabras, mayor profundización financiera) se verá reflejado en un mayor nivel de ahorro y, por ende, en la inversión.

A partir de las aportaciones que realizan McKinnon y Grossman (1981), con respecto a la represión financiera, Shaw afirma que la intervención estatal en el sector financiero, por muy mínima que sea, crea rigideces institucionales que afectan la relación entre ahorro e inversión, obstaculizando que se llegue a un punto de equilibrio óptimo y, por lo tanto, se entorpece el proceso de asignación de recursos.

Mecanismos de represión financiera

El Estado hace uso de la represión financiera para canalizar hacia su gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; los mecanismos más comunes que suele usar el gobierno para desviar estos recursos a su favor son (Gmech, 2006):

1. Préstamos obligados de públicos nacionales cautivos al gobierno como los fondos de pensiones o los bancos nacionales.
2. Topes explícitos o implícitos a las tasas de interés.
3. Regulación de la circulación transfronteriza de capitales.
4. Participación pública en el capital de un banco.
5. “Persuasión Moral” intensa, mayormente conocida como regulación prudencial.

En síntesis, para los autores mencionados anteriormente, cualquier acción gubernamental, ya sea de política económica, como bajas tasas de interés, o incluso administrativa, como las regulaciones prudenciales, impiden que la economía alcance un óptimo de equilibrio, sólo provocan que se deprima el ahorro, y con ello la inversión y el crecimiento económico. Por tal motivo, los autores proponen como

solución más óptima, la liberalización financiera, para que la tasa de interés deje de ser un instrumento de intermediación de los gobiernos.

Las estrategias financieras aplicadas por las corporaciones.

Desde una perspectiva microeconómica de las finanzas corporativas, autores como Lazonick y Toporowski, analizan como las empresas incorporan la información del ciclo financiero para aumentar su valor en el sistema financiero, en particular en el mercado accionario para acumular riqueza financiera de manera más rápida y a una mayor escala.

Según estos autores, recientemente las estrategias financieras aplicadas por las corporaciones básicamente se han orientado a acumular y valorizar constantemente los activos financieros para elevar la riqueza a nivel individual y como bloque de poder económico (Lazonick, 2017; Toporowski, 2005). Dichas estrategias pueden superar los límites de la racionalidad de los inversionistas y cualquier consideración ética en los negocios (Castaingts, 2016). Para los empresarios, el sistema de mercado suele ser más llamativo ya que permite acceder a financiamiento de corto plazo y además les permite elevar la cotización de sus acciones en la bolsa durante el auge del ciclo financiero.

Las empresas tienen que tomar sus decisiones de inversión y financiación en inevitables condiciones de incertidumbre y de asumir riesgos, y esto provoca que las decisiones sobre el futuro estén influidas por cambios muy bruscos de sus expectativas incluso a corto plazo. Y esas condiciones, añadidas al atractivo de ganancias más altas pero asociadas a operaciones de mayor riesgo, son las que incentivan los comportamientos especulativos y el exceso en la demanda de préstamos que conlleva una constante presión al alza en los tipos de interés. Así, mientras que los ingresos derivados de la actividad normal de las empresas sean estables y suficientes, la expansión podrá mantener un cierto equilibrio entre la demanda de financiamiento y su oferta, pero cuando se vean afectados a la baja por cualquier circunstancia, las empresas, podrán recurrir a una nueva, pero más costosa y más peligrosa financiación u optar por liquidar activos para hacerle frente (Toporowski, 2008; Lazonick, 2017).

Recapitulando, desde esta perspectiva, a la luz de la financiarización, se plantea que la capacidad de endeudamiento está desligada al proceso interno de la empresa y está relacionada a la valuación en los mercados financieros y al ciclo financiero. Otro punto a destacar es que, para estos autores, el ciclo financiero se profundiza, porque el auge se prolonga a su vez, la caída es más profunda debido a las pérdidas acumuladas y a la aparición de información que no anticiparon los agentes en el mercado. Esta visión coincide con la de Minsky, en cuanto a que el crédito es procíclico, la diferencia es que estos autores atribuyen esta relación a las necesidades de liquidez de la empresa.

En las teorías que abordan el fenómeno del desacoplamiento es posible notar que tienen como factor común la concepción de *decoupling* como un problema, de mayor o menor magnitud, pero un problema al final de cuentas. Además, se reconoce que la desregulación y las nuevas innovaciones financieras han hecho que las asimetrías entre las esferas sean mayores, y cuanto más se amplíe la brecha entre el sector productivo y financiero, el sistema económico será más inestable, y por lo tanto más propenso a sufrir crisis.

Pareciera paradójico que, aunque el sistema financiero cada vez está más desvinculado de la actividad productiva, en momentos de crisis los efectos del sector financiero cimbran en la economía en su conjunto, en especial sobre la esfera real. La existencia de crisis y sus repercusiones en la economía, no desmienten la hipótesis del desacoplamiento, por el contrario, se fortalece el argumento de que los efectos del desacoplamiento se manifiestan en la economía en forma de crisis.

CRISIS: MANIFESTACIÓN PERVERSA DEL DESACOPLAMIENTO

Resulta necesario, analizar las crisis financieras como un fenómeno en cuyas entrañas yace el problema del desacoplamiento. En términos conceptuales, una crisis financiera se refiere a una perturbación que detona o se manifiesta en el sistema financiero, cuyos efectos pueden afectar el resto de la economía, y que sus causas generalmente se encuentran en la actividad productiva.

Un ejemplo real que ilustra lo anteriormente descrito es la crisis de 2008, misma que sacudió la economía mundial, a tal grado que se le considera la mayor crisis

financiera de la historia casi al nivel del crack económico financiero de 1929. Sin embargo, esta crisis posee cualidades que hacen necesario su análisis para fines de esta investigación, estos factores son:

1. Es una crisis global: es una crisis que se gesta en la economía de los Estados Unidos, y al ser la principal potencia económica, los efectos de esta crisis se transmitieron con intensidad y rapidez a todo el mercado internacional.
2. Es una crisis hipotecaria: pese a que las operaciones financieras que se realizaron tenían como respaldo un activo real, en este caso, viviendas, muchas de estas se realizaron en *el shadow banking system*.
3. Es una crisis financiera: si bien la crisis detono con el estallido de la burbuja inmobiliaria, el número creciente de impagos afecta de forma inmediata a la seguridad y rentabilidad de las instituciones financieras.
4. Es una crisis de liquidez: porque además de que no se realizan pagos, muchos agentes ante la incertidumbre optarán por retirar sus depósitos.

De manera puntual podemos establecer que los factores que dieron origen a la crisis fueron:

1. Una política monetaria a nivel mundial excesivamente laxa por un periodo prolongado.
2. Fallas en los esquemas de regulación y supervisión financiera.
3. Creencia de que los precios de la vivienda en Estados Unidos continuarían mostrando una tendencia al alza.
4. Opacidad respecto a la exposición de las instituciones financieras a productos considerados de alto riesgo.

Como señala Minsky, las crisis comienzan a gestarse en la fase de auge. Cuando la economía va bien los inversionistas exageran su optimismo, piensan que los buenos tiempos durarán para siempre y por esa razón aumentan las inversiones, pero también crece el endeudamiento. Las condiciones previas a la crisis,

favorecieron el endeudamiento; en el sector financiero dominaba el esquema Ponzi, la razón era simple, los prestamistas preferían los créditos *subprime* por las altas tasas de interés que obtenían, aunque esto también implicaba que eran más riesgosas. Ante las facilidades para obtener un crédito a la vivienda, las personas se endeudaron incluso si no podían hacer frente a tal compromiso; pero tampoco a los bancos les importaba si podían pagar o no, puesto que los títulos estaban respaldados por hipotecas que suscribían con ciudadanos norteamericanos para la compra de sus viviendas.

Lejos de lo que se pensaba, el aumento en el valor de las viviendas no fue permanente, además como la economía estaba *sobrecalentada*, se tuvieron que subir los intereses perjudicando el costo de las deudas que se habían contraído por estas hipotecas, esto provocó que los compradores de viviendas dejaran de pagar, y los bancos comenzaron a tener menor disponibilidad de dinero en sus activos y, por ende, tuvieron que disminuir la oferta de nuevos créditos, entonces la burbuja estalló, y, en consecuencia, varias empresas y entidades bancarias y financieras sufrieron una fuerte disminución en sus activos.

La crisis afectó inmediatamente a los bancos que habían concedido estas hipotecas, la crisis se extendió al resto del sistema financiero porque los bancos que concedían estas hipotecas las vendían, a su vez, como títulos hipotecarios en los mercados financieros. De esta forma, los bancos convirtieron el endeudamiento familiar en un impresionante negocio porque no sólo recibieron el dinero que prestaron más los intereses, sino que, además, obtuvieron beneficios negociando los títulos de crédito en los mercados de valores.

Para entender las crisis financieras y sus efectos en la economía, es mejor clasificarlas bajo un contexto histórico y en relación al deterioro del tipo de cambio, a veces como causa y otras tantas como consecuencia de los procesos de crisis. Por ello, a continuación, se describen los modelos utilizados más frecuentemente en la literatura para explicar las crisis financieras a partir de fenómenos cambiarios.

De Primera Generación

Fue desarrollado en 1979 por Paul Krugman, coincidentemente implicó la caída de un régimen de tipos de cambio fijos; se basan en la incompatibilidad entre la política económica de un Gobierno y sus compromisos con un tipo de cambio fijo, que acaba conduciendo a un ataque especulativo sobre su moneda y al colapso del régimen cambiario.

El Modelo de Krugman

Estudia el fenómeno concreto de una crisis en la Balanza de Pagos, entendiéndola como la rápida pérdida de reservas del Banco Central, provocando un ataque por parte de los operadores financieros privados contra la moneda, obligando a las autoridades a devaluar al no poder sostener la paridad.

En este modelo macroeconómico se pueden denotar dos características fundamentales:

1. La demanda de moneda nacional depende del Tipo de Cambio (TC).
2. El TC que equilibra el mercado de dinero varía a lo largo del tiempo.

Además, se establecen los supuestos esenciales del modelo:

1. Un país pequeño, donde se produce un bien comercializable en el mercado internacional, cuyo precio en el territorio nacional queda definido por el tipo de cambio de la moneda nacional expresado en términos de la moneda extranjera.
2. Una economía con salarios y precios flexibles, con la producción de pleno empleo.
3. Los inversores sólo pueden elegir entre dos activos: moneda nacional y la moneda extranjera, siendo el tipo de interés nominal de ambos activos igual a cero.
4. Los extranjeros no poseen moneda nacional.

5. Las posesiones de activos en moneda nacional dependen de la tasa de depreciación esperada de la moneda, y que ésta depende a su vez de la tasa de inflación esperada.

Krugman demuestra que la demanda de activos en moneda nacional dependerá exclusivamente del crecimiento de precios, y que los residentes nacionales sólo estarán dispuestos a aumentar la proporción de moneda nacional sobre moneda extranjera, si se produce una reducción en el nivel de precios.

Bajo un régimen de tipo de cambio fijo, el nivel de precios es constante, el Gobierno posee un stock de reservas en moneda extranjera, mismo que utiliza para estabilizar el tipo de cambio; y mientras que los inversores confíen en el mantenimiento del nivel de precios por parte del Gobierno, la inflación esperada será nula, dándose una relación estable entre la riqueza y depósitos en moneda nacional.

El Gobierno podrá cubrir su déficit emitiendo nueva moneda nacional o utilizando sus reservas de moneda extranjera. En tanto, el Gobierno se comprometa a mantener el tipo de cambio, no posee control sobre cómo financia su déficit; esto provoca que tanto la riqueza del sector privado como las reservas del Gobierno varíen a lo largo del tiempo. Cuando el Gobierno incurre en déficit, sus reservas disminuyen, en esta situación de déficit fijar el tipo de cambio resulta imposible, independientemente de la cantidad inicial de reservas que tuviera el Gobierno y el efecto derivado de dicha fijación generará una crisis de la Balanza de Pagos, provocada por un ataque especulativo en el momento en que los agentes anticipen el agotamiento de las reservas.

El Modelo de Flood y Garber

En el año de 1984 cuando Robert Flood y Peter Garber plantean un modelo que estudia el momento en el cual se produce la caída de un régimen de tipo de cambio fijo, parten de la hipótesis de *previsión perfecta*, identificando el momento en el cual se produce el colapso a partir de los movimientos observados en las reservas del Banco Central; intentan determinar el tipo de cambio flotante que se produce tras el colapso del régimen, en un momento cualquiera del tiempo. Lo llaman tipo de

cambio sombra, mismo que se define como el que estaría vigente si el Gobierno dejase de intervenir en la moneda nacional. Analizando cómo se produce la transición de un sistema fijo a uno flexible.

El momento del colapso del régimen se produciría, cuando se agotan las reservas del Banco Central. Las reservas van disminuyendo en forma proporcional con la cantidad de dinero lo que llevaría al colapso del régimen, de no intervenir otro factor, cuando las reservas se agotan. De manera general, antes de que se agoten las reservas en su totalidad, los operadores financieros previendo esta situación, lanzan un ataque especulativo contra la moneda anticipando el agotamiento de las mismas.

La conclusión básica de este modelo es que a medida que se produce un aumento del nivel de reservas iniciales se retrasa el colapso en el régimen cambiario, por el contrario, si aumenta el crédito interno se acelera el proceso. Por tanto, mientras el crédito interno no crezca, el desequilibrio no se presentará.

De Segunda Generación

Desarrollado por Obstfeld en 1986, el incorpora en su interpretación de crisis cambiarias a los agentes privados, así como sus expectativas y la interacción con la política económica, tales elementos generan la posibilidad de equilibrios múltiples y de crisis autogeneradas.

El Modelo de Obstfeld

En su modelo de 1994, Obstfeld establece que el sector privado determina el salario de un periodo en un momento anterior sin conocer la política económica que llevará a cabo el Gobierno, en cambio se basa en las expectativas existentes sobre dicha política. Esto condiciona la actuación del Gobierno respecto a devaluar o no a la moneda, ya que, si el sector privado no espera una devaluación, el salario reflejará la estabilidad de la moneda. Ante una expectativa de devaluación el salario tenderá a subir con el fin de compensar a los trabajadores por la pérdida de poder adquisitivo, y el empleo se reducirá, lo que puede llevar al Gobierno a devaluar la moneda en un intento por controlar el nivel de producción, aunque la subida salarial estuviese basada sólo en expectativas.

La existencia de expectativas por parte de los agentes económicos que participan en el mercado, pudiendo anticipar ataques con éxito contra la moneda que alteren la política económica del país, generan distintas situaciones de equilibrio:

1. En la que no hay expectativas de ataque y no cambian los fundamentos económicos, por lo que se mantiene el tipo de cambio fijo de manera indefinida.
2. Las expectativas sobre un ataque especulativo se terminan por provocar un cambio en los fundamentos que validan ex-post la variación en el tipo de cambio que los especuladores habían anticipado.
3. Se presentan otros equilibrios durante el tiempo en que el Gobierno está defendiendo la paridad, más existen expectativas de devaluación por parte de los agentes económicos (Obstfeld, 1996).

Recapitulando, en estos modelos, los fundamentos económicos determinan el rango de posibilidad del equilibrio, es decir, ante unos fundamentos débiles tendrá mayor probabilidad de ocurrencia y sucumbir ante un ataque especulativo, comparándolo con otro de mayor fortaleza económica.

De Tercera Generación.

Explicación basada en el trabajo de Graciela Kaminsky y Carmen Reinhart de 1996, que surge ante la imposibilidad de las teorías anteriores para dar una explicación de las crisis más recientes. Las autoras notaron que las crisis cambiarias y bancarias se presentaban frecuentemente de manera simultánea, las llamaron “crisis gemelas”. En su explicación retoman la teoría general de crisis de Minsky; concediendo gran importancia al papel de las estructuras de deuda como causantes de las dificultades financieras, y en especial a deuda contraída para impulsar la adquisición de activos especulativos.

El Modelo de Kaminsky y Reinhart

Kaminsky y Reinhart analizan las crisis bancarias como un evento en el que se presentan conjuntamente con las cambiarias. En su trabajo: *The Twin Crises*, abarcan un período de estudio de 1970 a 1995, mismo que comprende un análisis de 76 crisis cambiarias y 26 bancarias; calculan la probabilidad incondicional de crisis tanto cambiarias como bancarias para la muestra de datos.

Los resultados más relevantes de su análisis, bajo los cuales sustentan su teoría, son los siguientes:

1. Estudian los canales comunes de ambas crisis, y su análisis arroja que los problemas en el sector bancario preceden las crisis de balanza de pagos, más este nexo causal no es unidireccional, ya que se ha demostrado que las crisis cambiarias agudizan los problemas en el sector bancario, haciendo de esto un círculo vicioso.
2. Mientras que las crisis bancarias en ocasiones preceden de crisis de Balanza de Pagos, no son necesariamente la causa inmediata de las crisis cambiarias, incluso en los casos de un débil sistema bancario donde se pone fin a un deficiente régimen cambiario, los resultados apuntan a causas comunes.
3. Generalmente las crisis son típicamente precedidas por fundamentos económicos débiles y deteriorados.
4. En las crisis gemelas los fundamentos económicos apuntaban a ser peores, las economías eran considerablemente más frágiles, ocasionando que ambas crisis se manifestaran en forma más severa.

En contraste, modelos como el de Velasco (1987) apuntan a que las causas de los problemas financieros que producen un colapso cambiario, obedecen al momento en que los bancos centrales financian a las instituciones privadas con problemas, imprimiendo más dinero, llevándonos al modelo clásico de crisis, explicada por un exceso de creación de dinero. Según este autor, la ruptura del sistema bancario contribuyó a la aceleración de creación de dinero, debilitando la totalidad del sistema financiero derivando en crisis cambiarias.

A modo de resumen, las conclusiones que Kaminsky y Reinhart obtienen, apuntan a que la probabilidad de que una economía incurra en una crisis cambiaria aumenta cuando ésta ha padecido una crisis bancaria.

CANALES DE TRANSMISIÓN O CONTAGIO DE LAS CRISIS FINANCIERAS.

Cuando se presenta una crisis, se genera de un contagio que tiene efectos tanto reales como financieros; por un lado, los principales canales financieros de propagación son el comportamiento de los inversores y los vínculos del sector financiero, y, por otro lado, la crisis se puede transmitir por canales reales como: caída de remesas, de IED (inversión extranjera directa) y del comercio.

En un mundo globalizado, como el actual, las crisis que ocurren en un país tienen fuertes repercusiones en el resto del mundo. Sobre todo, cuando se trata de economías tan importantes a nivel mundial como la de Estados Unidos.

El Banco Mundial clasifica los vínculos fundamentales en las siguientes categorías:

Vínculos financieros: Surgen cuando dos o más economías se conectan a través del mercado de capitales, obviamente, la globalización financiera ha multiplicado este tipo de interrelaciones. Un ejemplo típico, se manifiesta cuando la existencia de perturbaciones económicas o cambiarias del país A reduce el valor del colateral para préstamos con garantía de activos situados en él. Los deudores, así afectados, pueden verse obligados a vender activos de los países B o C, propagando a éstos el shock económico de A.

Vínculos reales: Se presentan cuando proceden de relaciones ordinarias asociadas a transacciones internacionales. Así, países que comercian entre sí, o compiten en los mismos mercados exteriores, pueden verse afectados cuando la depreciación de una de sus monedas altera la posición competitiva de las restantes, propiciando una serie de devaluaciones destinadas a restablecer el equilibrio cambiario. Fenómenos similares podrían derivarse de vínculos asociados a los flujos de inversión directa extranjera.

Vínculos políticos: Se derivan de acuerdos especiales entre países.

Entre estas circunstancias, el BIRD cita la posible existencia de asociaciones de países con acuerdos cambiarios, de forma que cualquier perturbación implica una depreciación en uno de ellos, lo que conllevaría a una devaluación en todos los demás. La crisis se manifestaría en todas las economías, aunque no en todas se hubiera experimentado un trauma inicial.

Según Uribe (2011), existen diversos canales por los cuales se transmiten los efectos de las crisis a otros países, dentro de los canales reales encontramos:

Comercio: El comercio se contrae por la pérdida de dinamismo de la demanda y el consumo privado. La caída del comercio internacional fue una de las principales características de la crisis, por lo general la esfera real no se trata cuando se habla de la crisis financiera de 2008; la contracción de las exportaciones se puede explicar por la disminución de los precios de los productos básicos y la caída del volumen de ventas. Ante esta caída de los precios se afectó a los *comodities* (oro, cobre, petróleo, soja), y por ende a los países que se especializan en estos bienes.

El precio de los *comodities*: Cuando la demanda externa se desacelera, no es necesario aplicar políticas proteccionistas para proteger a las economías. La simple caída de la demanda externa obliga a los países exportadores a reducir sus importaciones, lo que lleva a una reducción global del comercio.

Mercados laborales: La crisis al ser de tipo financiera limita la capacidad de endeudamiento de las empresas, y esto afecta su capacidad de emplear mano de obra, por ello el empleo fue una de las variables más afectadas en los países desarrollados, aunque también otros países como Grecia y España sufrieron las consecuencias. Además, la crisis contrajo la demanda mundial, esto llevo a las empresas a reducir su producción y en consecuencia el trabajo (ya sea reduciendo la jornada laboral o los salarios y el despido).

En primer lugar, porque la crisis fue hipotecaria afectó, lógicamente de modo muy directo al sector de la construcción. Pero el desempleo no sólo se presentó en el

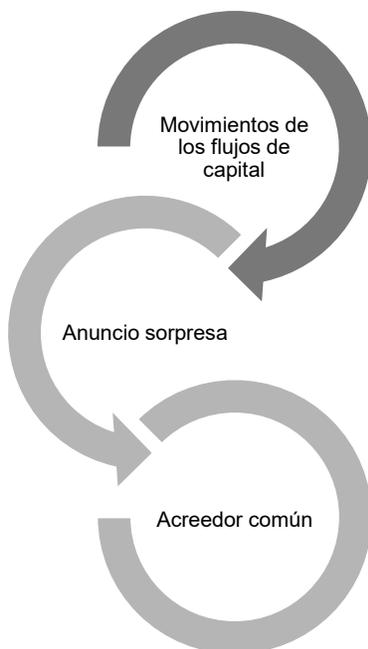
sector de la construcción sino en las actividades que están relacionadas con el sector inmobiliario.

Los flujos de capital: En un contexto de total aversión al riesgo y el obligado desapalancamiento que deben realizar las empresas y las instituciones financieras, ha generado que se recorten las líneas de crédito, tales fenómenos solo retroalimentan la caída tendencial de la actividad económica.

Actividad industrial: El aumento de los riesgos del sistema financiero, debido al deterioro de la calidad de los activos, puede desencadenar una cascada de desapalancamiento con las correspondientes consecuencias en la economía real. Este canal puede ser el más importante dado que afectaría la inversión y las perspectivas de crecimiento de las economías.

Los contagios de crisis financieras, en particular, se han caracterizado por ser fuertes y rápidos, en palabras de Kaminsky y Reinhard: “Contagios rápidos y furiosos”. En su documento de 2003, “The unholy Trinity of financial contagion”; los autores destacan la presencia de tres elementos clave que magnifican los efectos de una crisis, estos son: un retorno abrupto de los flujos de capital, los anuncios sorpresa, y un acreedor común de apalancamiento, la llamada “la trinidad profana” (ver figura 4).

Figura 4. *Factores determinantes del contagio.*



Fuente: Elaboración propia con base en Kaminsky, G.L, Reinhart, C.M. y Vegh, C.A. (2003), "The Unholy Trinity of Financial Contagion", NBER Working Paper 10061, Cambridge, octubre.

La combinación de factores como: los anuncios sorpresa, la reversión de los flujos de capital y un acreedor común de apalancamiento son la "trinidad profana"² que genera contagios "rápidos y furiosos"; el impacto de un contagio de estas características tiene efectos tanto reales como financieros: la disminución de precios de las acciones, los picos en el costo de los préstamos, la escasez en la disponibilidad de capital internacional, y la disminución en el valor de sus monedas y de la producción.

Movimientos de los flujos de capital: Generalmente el contagio ocurre después de un aumento de las entradas de capital internacional y, a menudo, el shock inicial o anuncio provoca que estos regresen. Por otra parte, la capacidad de una devolución

²Término que se atribuye a Kaminsky, Graciela, Carmen Reinhart y Carlos Vegh, (2003). La "trinidad profana" hace referencia a los contagios que se caracterizan por: (1) Devolución de grandes flujos de capital; (2) ser sorpresa; (3) e involucrar a un acreedor común apalancado.

rápida y drástica de los flujos de capital, provoca la llamada “parada repentina”, que desempeña un papel importante.

Anuncio sorpresa: Los anuncios que originan las reacciones en cadena fueron una sorpresa para los mercados financieros. La distinción entre los eventos previstos y no previstos parece fundamental, ya que permite a los inversores prevenirse para ajustar sus carteras en anticipación del evento.

Acreedor común: En todos los casos de contagio financiero donde surgieron importantes repercusiones internacionales, fue debido a la presencia de un acreedor común apalancado, es decir, los bancos comerciales, fondos de cobertura, fondos mutuos o tenedores de bonos individuales, que ayudaron a propagar el contagio. Cuando existe un fuerte vínculo financiero con el prestamista principal a un país en crisis aumentaría la vulnerabilidad financiera de un país.

Durante la crisis de 2008, se considera que la transmisión se dio principalmente a través del canal de comercio, ya que los países más afectados compartían vínculos comerciales estrechos con el país en crisis, a esto se suma la existencia de un acreedor común, como canal financiero. La interacción de estos elementos dio como resultado que los efectos de contagio fueran tan intensos y se extendieran al resto del mundo con rapidez.

CAPÍTULO 2. ANÁLISIS PARA MÉXICO

Los fallos de nuestro sistema financiero son señal de unos fallos más amplios en nuestro sistema económico, y los fallos de nuestro sistema económico reflejan problemas más profundos de nuestra sociedad.

Caída libre, Joseph Stiglitz

Tras la ruptura del sistema de Bretton Woods, una recesión amenazaba con reducir significativamente la actividad económica en México, pero el impulso a la inversión productiva por parte del gobierno permitió que la economía mexicana experimentará un acelerado crecimiento económico. No obstante, esta inversión se hizo a costa de un elevado gasto deficitario financiado con endeudamiento externo, esto, aunado a la acumulación de una serie de desequilibrios que provocaron una crisis en la balanza de pagos en 1976. Esta crisis fue relativamente breve, ya que el descubrimiento de yacimientos de petróleo durante la segunda mitad del decenio permitió que el gasto del sector público creciera, y que la capacidad de endeudamiento se incrementara. Este auge petrolero se transformó en un monto de endeudamiento externo enorme, que derivó en la crisis de la deuda de 1982. Para estabilizar la economía se aplicaron tres políticas económicas de gran trascendencia: la liberalización del comercio, el Pacto de Solidaridad Económica, y la disminución de la participación del gobierno en la economía.

EL FIN DE BRETTON WOODS Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ECONOMÍA MEXICANA

La situación actual del sistema financiero mundial tiene sus orígenes en la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, bajo el cual, todas las monedas estaban vinculadas al dólar, que a su vez estaba anclado a un valor fijo en oro. El 15 de agosto de 1971, se dio por terminado el acuerdo de Bretton Woods, el presidente

de Estados Unidos de ese momento, Richard Nixon, decretó la inconvertibilidad del dólar en oro, y cerró la ventanilla de cambio a los banqueros centrales del resto del mundo. Desde entonces, el dinero dejó de tener su respaldo en oro, y surgió el dinero fiduciario, además se adoptó un régimen de tipos de cambio flotantes; tales medidas avivaron la especulación y la concentración de la riqueza financiera.

Bajo el sistema de Bretton Woods había estrictos controles de capital diseñados para proteger el tipo de cambio fijo, también, la existencia de una paridad con respecto al oro permitía economías más estables dado que los gobiernos podían hacer ajustes discrecionales (o devaluaciones competitivas) con el tipo de cambio, para aumentar sus exportaciones.

Cabe destacar que, la eliminación de las barreras permitió el masivo aumento de los flujos de capital que comenzaron a desplazarse por el mundo a un ritmo cada vez más vertiginoso, a su vez, el sector financiero había ganado una mayor relevancia en la economía, al tiempo que relega al capital productivo a lugares de menor importancia. Con el fin de los acuerdos de Bretton Woods, surgen las bases de la financiarización, es decir que, a partir de entonces, las finanzas toman un rol protagónico en la economía.

En el año de 1971 se rompe el acuerdo de Bretton Woods cuya principal medida era mantener el tipo de cambio fijo y anclado al oro, esto desató la quiebra del sistema monetario internacional, aunque nuestro país no fue afectado por esta decisión, puesto que siguió manteniendo la paridad de igual manera, el peso que se había mantenido fijo en 12.50 pesos por dólar desde el año 1944, y no fue hasta la crisis de 1976 que se vio obligado a devaluar, y alcanzó los 20.50.

Por esos años en México, Luis Echeverría asumía la presidencia del país, a su vez emprendió el planteamiento de una nueva estrategia económica a la que se le denominó "Desarrollo compartido", si bien, al principio, esta estrategia de "crecimiento impulsado por el gasto público" permitió que el PIB, el empleo y la inversión crecieran a tasas elevadas, hacia el final de su mandato generó una serie de desequilibrios que derivaron en altos niveles de inflación y déficit en la balanza

de pagos, y, por ende, se originaron grandes desigualdades económicas que afectaron el bienestar de la población.

El gobierno del Luis Echeverría era tildado de populista, principalmente porque las medidas que implementó otorgaban al gobierno cada vez mayor control sobre la economía; esta estrategia estaba sustentada en la creencia de que, si se controlaba una parte importante de la inversión nacional, y pertenecían al gobierno los sectores "estratégicos" de la economía como la energía, el acero, las comunicaciones, la banca, etc., y si, además, se regulaba el funcionamiento de los precios, se tendría un país más próspero, más equitativo y menos vulnerable a las presiones políticas por parte de los sectores privados, nacionales y extranjeros.

El crecimiento de los años previos hizo pensar al gobierno en curso que las políticas aplicadas con anterioridad podrían seguirse usando, y que la actividad económica seguiría creciendo. Sin embargo, el escenario de ese momento era diferente, las condiciones estructurales habían cambiado; los flujos de ingresos públicos provenientes del petróleo y de la recaudación fiscal fueron insuficientes para financiar el crecimiento económico.

Para que el gasto público siguiera siendo el elemento dinamizador de la actividad económica, se empleó una política monetaria expansiva; se contrataron importantes montos de deuda pública externa, como forma de financiar los crecientes y elevados niveles de déficit fiscal alcanzados a lo largo del periodo. Si bien es cierto que las políticas económicas expansionistas, llevan a un crecimiento económico y del empleo, traen también a su vez mayores niveles de inflación, y en las economías abiertas la inflación suele estar acompañada de un proceso de devaluación.

Gráfica 1: Gasto público como porcentaje del PIB México



Fuentes: Elaboración propia con información de:

UNAM.

Facultad de Economía. Estadísticas de Finanzas Públicas 1938-1980. Gastos presupuestales del gobierno Federal. (Se realizó la conversión a nuevos pesos)

Banco de México. Finanzas Públicas. Saldos Acumulados 1977-2015. Gastos presupuestales del sector público.

Entre 1971 y 1981 la economía mexicana creció a una tasa media anual de 6.7% en términos reales y 3.7% por habitante. El motor de este crecimiento fue impulsado por el gasto público, el auge petrolero permitió que el gobierno pudiera sostener su déficit con endeudamiento externo.

El gobierno de Echeverría se negaba rotundamente a permitir que el peso se devaluara, durante su gobierno se estableció un tipo de cambio que permitía mantener invariable la paridad del peso respecto al dólar con el propósito de no generar inflación; al evitarse el alza generalizada de precios internos, en otras palabras, se mantuvo el poder adquisitivo.

A continuación, se ejemplifica el escenario económico vivido en los años 70 mediante el modelo Mundell-Flemming³ para evaluar la eficiencia de la política económica empleada, y comprender como se derivó en la crisis de 1976.

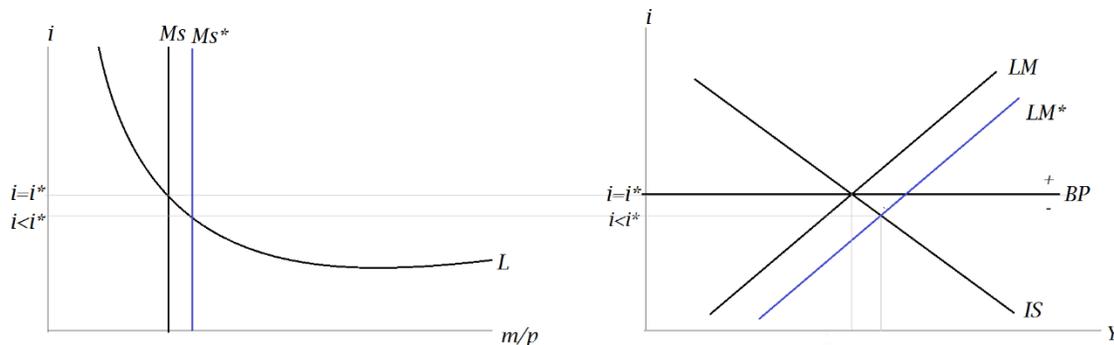
Supuestos del modelo

- Es una pequeña economía abierta.
- Los instrumentos financieros nacionales son sustitutos perfectos de los extranjeros.
- El tipo de cambio real es igual al nominal.
- Tiene movilidad perfecta de capitales.

Supuestos adicionales

- Tipo de cambio fijo, el de esa época era de 12.50 pesos por dólar.
- Política monetaria expansiva.

Figura 5. Modelo Mundell-Flemming



Fuente: Elaboración propia

³ El modelo Mundell-Fleming es un modelo económico desarrollado por Robert Mundell y Marcus Fleming. Este modelo es una variante del modelo IS-LM, que puede describir una economía abierta.

Con el análisis de la gráfica Mundell-Flemming (ver figura 5), se puede concluir que una política monetaria expansiva no es la mejor alternativa, ya que su efecto es sólo de corto plazo y no logra un crecimiento real a largo plazo. La implementación de políticas monetarias expansivas llevaba a un incremento de la oferta monetaria, por lo tanto, la curva LM, que representa el mercado de dinero, se desplaza hacia la derecha, y este aumento de la oferta monetaria genera dos efectos:

- El nivel de renta aumenta, lo que provoca un aumento de las importaciones y una disminución de las exportaciones netas por tanto existe un déficit en cuenta corriente.
- La tasa de interés nacional se sitúa por debajo de la tasa de interés externa, lo que implica que es menos rentable, incitando una fuga de capitales y por tanto se presenta un déficit en cuenta de capitales.

Cuando se presenta déficit en cuenta corriente y de capital, los también llamados *déficits gemelos*, se provocan desequilibrios en la balanza de pagos, lo que implica una disminución en el *quantum* de dólares que ingresa al país, tal situación conduce a un incremento del tipo de cambio, y en teoría, nuestra moneda se debía haber depreciado, pero debido a que el gobierno se negaba a devaluar y mantenía el tipo de cambio fijo; el banco central mexicano tuvo que ejecutar ciertas medidas para ajustar para tener un tipo de cambio subvaluado; de manera particular, se utilizaron las reservas internacionales y el crédito (principalmente externo). Así, poco tiempo después, y como era de esperarse, las reservas se agotaron y, el peso empezó a flotar en el mercado de cambios, o sea la tasa de cambio era fijada por la interacción de la oferta y la demanda.

DEL BOOM PETROLERO A LA CRISIS DE LA DEUDA

En 1977, López Portillo firmó un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el cual se comprometía a limitar el endeudamiento público, restringir el gasto público, abrirse al comercio exterior y limitar el crecimiento del sector paraestatal de la economía. Pero solo cumplió este acuerdo durante un año, porque se descubrieron nuevos yacimientos petroleros que devolvieron el ánimo optimista al gobierno; se realizaron grandes inversiones que permitieron el desarrollo de la

industria petrolera, además se contaba con el incentivo de los altos precios del petróleo a nivel mundial. México se abrió paso como un potencial exportador de petróleo en crudo, a fines de la década de los setenta la industria petrolera se convirtió en la actividad estrella de la economía mexicana, pero cabe destacar que la inversión fue financiada con préstamos externos que le fueron ofrecidos a México, principalmente porque contaba con los medios para respaldar su deuda.

Los mayores ingresos obtenidos de la venta de petróleo estimularon que el gobierno gastara más, y que el déficit fiscal aumentara; para financiar este déficit, el gobierno acudió a recursos del extranjero por medio de préstamos bancarios privados y contrajo principalmente deuda de corto plazo a una tasa elevada. El elevado déficit público, y el peso sobrevaluado, propició un creciente desequilibrio en la balanza de pagos e inflación, el problema se agudizó y el precio del petróleo cayó.

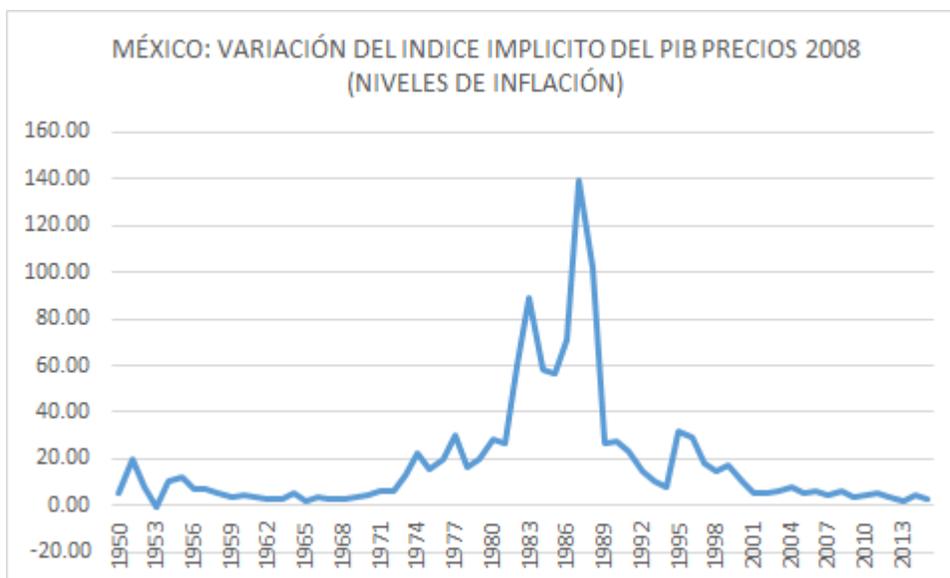
La verdad es que la mayoría de los mexicanos no gozaron el *boom* petrolero, pero también padecieron los efectos nocivos de la mala administración de la abundancia, que terminó por manifestarse en una grave crisis económica, profundizando la pobreza y la desigualdad. Si bien es cierto que las políticas económicas expansionistas generan un crecimiento económico y del empleo, traen también a su vez mayores niveles de inflación, y en las economías abiertas y pequeñas la inflación suele estar acompañada de un proceso de devaluación.

La causa principal de la crisis de 1982 fue la política expansionista del gasto que condujo a una elevada inflación y a un desequilibrio creciente en la balanza de pagos. Suele culparse de la crisis mexicana de 1982 a factores externos como las altas tasas de interés internacionales y la recesión mundial; pero son en realidad los factores internos los que más contribuyeron a la crisis de 1982:

- (1) la expansión del gasto público,
- (2) las tasas de interés reales negativas y,
- (3) la apreciación de la tasa de cambio que estimuló el gasto externo (importaciones).

A principios de los ochenta, la caída de los precios del petróleo y las altas tasas de interés internacionales pusieron de manifiesto las deficiencias de la economía mexicana; por un lado, estimularon la fuga masiva de capitales, y por otro, encarecieron el crédito, es decir, se requerían de cada vez más divisas para pagar la deuda externa. Esto provocó que numerosas empresas privadas que tenían deudas contraídas en dólares se fueran a la quiebra, lo que a su vez tuvo efectos negativos en la producción, y como consecuencia de esto, muchos trabajadores padecieron el desempleo de la época. Así, para el año 1981, con altas tasas de intereses internacionales, y un petróleo barato, la cuenta corriente alcanzó un nuevo déficit histórico de 16 mil millones de dólares que, se empezó a pagar también con más endeudamiento.

Gráfica 2. Variación del Índice implícito del PIB



Fuentes:

INEGI, BIIE. Sistema de cuentas nacionales de México 1970-1980 NAFINSA, 1984. La economía mexicana en cifras. Los datos de 1911-1920 son aproximaciones derivadas del método de interpolación logarítmica.

En la gráfica anterior, se puede ver el comportamiento de los niveles de inflación, y notamos que durante este periodo la inflación se dispara a niveles nunca antes vistos. Pese a que el escenario era adverso, dado que el precio del petróleo se mantuvo al alza, se pudieron contrarrestar los efectos nocivos de la inflación. No

obstante, la inflación, alcanzaba ya los dos dígitos, y seguía aumentando, a la par de que la cuenta corriente de la balanza comercial se hacía cada vez más deficitaria, es decir, México seguía importando más de lo que exportaba. Por ese entonces, nuestro país tenía reputación de buen pagador, logró captar capitales externos en la modalidad de préstamos, inversiones directas, y mediante otros instrumentos financieros, que le sirvieron de contrapeso.

El año de 1982 fue un año de múltiples acontecimientos y cambios en el ámbito económico y político para México, el primero de diciembre de ese año Miguel de la Madrid Hurtado toma la presidencia del país, esta sucesión tuvo lugar en un contexto de turbulencia financiera ya que los déficits recurrentes durante los años anteriores provocaron un endeudamiento constante y creciente que para este año superaba los 87,000 millones de dólares y que llevaron a la insolvencia económica acompañado de bajo crecimiento y una alza en la inflación, además de una gran fuga de capitales que dejaron al país en una crisis sin igual.

Miguel de la Madrid fue formado, académicamente hablando, en las Universidades de Harvard y Yale, lo que le inculcó una visión orientada hacia el mercado, ya que estas universidades eran partidarias del libre comercio, la globalización, la desregulación y la privatización. Es decir, consideraban que el mercado debía de regir la economía de una nación. Fue así como a partir de este año el modelo económico que adoptó el país fue el del liberalismo económico, a través de políticas neoliberales las cuales pusieron fin al Estado interventor y reemplazaron el modelo de industrialización sustitutiva de importaciones por la liberalización y desregulación industrial, comercial y financiera.

Ante la situación que se vivía el gobierno elaboró su estrategia para enfrentar la crisis económica, la cuál consistía en un plan de 10 puntos para el corto plazo conocido como Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), el cual se complementó con la estrategia del Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988 (PND), ambas buscaban que el crecimiento económico a mediano plazo no generará ni agudizara los desequilibrios que se generaron con los excesos del proteccionismo.

En diciembre de 1982, entró en vigor PIRE, este programa se proponía reducir la demanda agregada con el fin de disminuir la inflación; la primera condición para que un programa de esta naturaleza tenga éxito, es asegurarse de que las finanzas públicas estén en orden, es decir, en equilibrio, o que el gasto del gobierno se contrajera.

Desde el primer momento en el que de la Madrid tomó la presidencia buscó rediseñar el papel que el Estado debía de tener en la economía mexicana y en diciembre de 1982 propuso varias reformas constitucionales a los artículos 25, 26 y 28 con el fin de limitar, ordenar y precisar las actividades en las que el Estado podía intervenir y reafirmando su función de promover el desarrollo de la población, que fueron aprobadas por el Congreso de la Unión.

Durante el mandato de Miguel de la Madrid el número de empresas en manos del gobierno pasó de 1,155 a 413, se renegoció la deuda externa al aplicar un plan de austeridad en el gasto como principales acciones, provocando un cambio de rumbo en la conducción de la política económica, (De la Madrid, 2004, p 733) “Las crisis son, paradójicamente, las verdaderas oportunidades para el cambio” pues se valió de la crisis para empezar a introducir gradualmente cambios estructurales que llevarían a México a convertirse en una economía globalizada.

De 1982 a 1988 los principales objetivos del modelo neoliberal fueron:

- Reducción del gasto público.
- Eliminación del déficit presupuestal.
- Reducción del tamaño del Estado.
- Mayor libertad económica.
- Eliminación de control de los precios

La primera acción del nuevo presidente fue escribir una carta de intención por la que México se comprometía a disminuir el déficit del sector público, que debería pasar del 16.5% del PIB que tenía en 1982, a un 3.5% en 1985 al FMI con la cual obtuvo en 1983 un préstamo de aproximadamente 3900 millones de dólares. Para

aliviar los problemas financieros de las empresas privadas con el exterior se creó, el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA), el cual se dedicó a estimular la producción facilitando créditos y, después, descuentos en la deuda privada denominada en moneda extranjera.

Durante el sexenio de Miguel de la Madrid la deuda externa se transformó en uno de los mayores obstáculos para el crecimiento económico del país. En la siguiente gráfica se pueden apreciar las tasas de crecimiento de la deuda interna y externa en México, se puede observar que hasta 1987 la deuda externa registraba mayores tasas de crecimiento y que en 1982 ésta superó el 300%.

Grafica 3. Deuda mexicana



Fuente: Elaboración propia con base en información de INEGI.

Con la información que muestra el gráfico anterior, se puede decir que, a pesar de que las tasas de crecimiento no fueron exacerbadas, la deuda del país no dejó de aumentar, siendo la deuda externa la que creció en mayor cantidad, lo que muestra la debilidad de la economía mexicana para generar internamente los ingresos suficientes que ayudarán al pago de deuda y su control.

Sumado a la precaria situación económica mexicana, en septiembre de 1985, hubo dos violentos terremotos, el primero de 8.1 grados y el otro de 6.5 grados en la

escala de Richter, que sacudieron a la Ciudad de México y otros ocho estados de la República, dejando a su paso una gran pérdida de vidas humanas y cuantiosos daños en infraestructura y viviendas, lo que se tradujo en un costo de reparación aproximado de 4 mil millones de dólares.

Todo esto llevó a que se incrementara tanto el déficit público como la deuda pública interna, y para hacer frente a la inflación se decidió aumentar la oferta monetaria, sin embargo, eso no evitó que la inflación alcanzara los tres dígitos, la inflación en ese año fue de 105%, la mayor de la historia mexicana. Pese a los esfuerzos gubernamentales, en el año de 1986, la balanza de pagos presentó un saldo deficitario en las cuentas corrientes, esto, acompañado de una caída en el precio internacional del petróleo, lo que llevó a que el gobierno dejará de percibir más de 8,000 millones de dólares. También ese año, México decide unirse al *Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio* o *GATT*, por sus siglas en inglés, como parte de la política de apertura comercial iniciada a principios de la década, de esta manera, se sentaron las bases para la liberalización comercial y financiera.

Desafortunadamente, a pesar de las políticas monetarias implementadas y de la restricción del gasto público, la inflación continuó durante todo 1987. Debido a que el alza en los precios no era resultado de un exceso de demanda, se optó por otro tipo de medidas con el objetivo de que los precios no crecieran tan rápido.

En 1987, se puso en marcha, un acuerdo entre el gobierno y los sectores obrero, campesino y empresarial para no subir los precios, ni exigir demandas excesivas en salarios ni en elevar las ganancias, respectivamente; a este acuerdo se le llamó: Pacto de Solidaridad Económica (PSE). Este programa se apoyaba en la creencia de que la reducción de la inflación requería la corrección del déficit de las finanzas públicas, la realineación del tipo de cambio, así como de otras medidas que permitieran guiar las expectativas y acabar con la inflación sin elevados costos en términos de desempleo y la disminución de la actividad productiva.

Por ello, el PSE incluyó, como complemento a las medidas ortodoxas, políticas de corte heterodoxo encaminadas a coordinar las expectativas de todos los estratos de la población. Cabe destacar que el Pacto de Solidaridad Económica (PSE)

ciertamente redujo la inflación, pero no hubo recuperación económica. Generalmente, no basta con implementar medidas de disciplina fiscal para lograr la recuperación económica, porque este tipo de políticas, que tienen el propósito de reducir la inflación, casi siempre desestimulan la inversión.

Ese mismo año, el lunes 19 de octubre de 1987 se desplomó la Bolsa Mexicana de Valores como consecuencia de la drástica caída que ese mismo día Wall Street sufrió, arrastrando consigo otras bolsas del mundo. Lo anterior, provocó que la actividad económica se contrajera aún más, y aunque se redujo el gasto público, la deuda no disminuyó.

Miguel de la Madrid concluía su sexenio en 1988 para dar lugar al nuevo gobierno de Carlos Salinas de Gortari, quien seguiría los pasos de su predecesor hacia la liberalización del mercado. Él dió inicio al proceso de privatización de empresas del Estado, en el año de 1989 se anunció la venta de Teléfonos de México, la cual fue adquirida por Carlos Slim convirtiéndose en una de las empresas más rentables del mundo.

LA PRIMERA CRISIS EN LA ERA DE LA FINANCIARIZACIÓN

México seguía siendo un país que sufría los estragos económicos y los costos sociales de las políticas llevadas a cabo durante el sexenio anterior, así que Salinas se propuso reactivar la economía siguiendo la estrategia de política económica establecida previamente por Miguel de la Madrid, pero sin descuidar los programas sociales. Salinas pretendía insertar a México en la modernidad de la dinámica capitalista mundial.

Más allá de un cambio presidencial, el año de 1994 significó para México la entrada al mundo globalizado, un mundo en el que los procesos de integración económica comenzaban a adquirir una mayor importancia, y estaban definiendo el nuevo rumbo de la dinámica económica global. En este nuevo contexto mundial, el país da sus primeros pasos de la mano del TLCAN, el tratado de libre comercio, que el país había firmado junto con sus vecinos del Norte. Si bien el país ya había hecho negociaciones comerciales con diversas regiones, es el TLCAN, el que tiene un

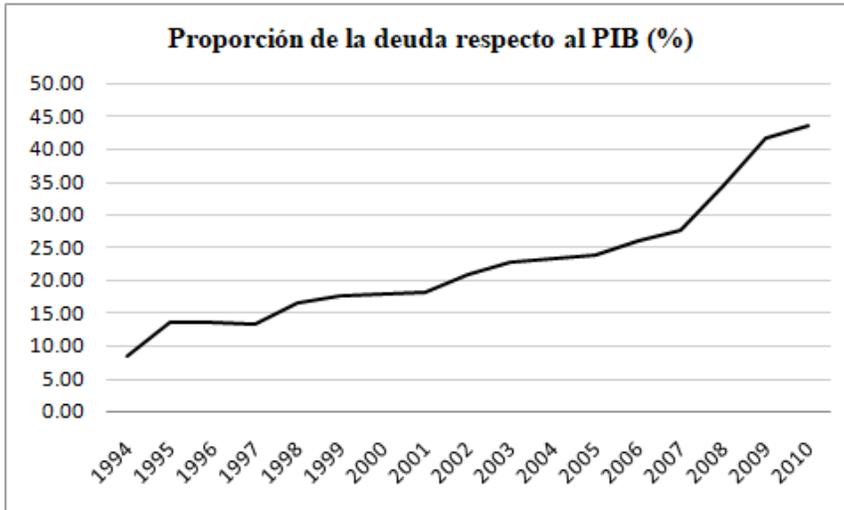
mayor efecto en el rumbo económico del país, muestra de ello es que, para el año 2000, el 89.01% de las exportaciones se destinaban a los Estados Unidos.

Las características y objetivos de la economía mexicana en el año 1994 son:

- Apertura a la inversión extranjera y al comercio internacional.
- Política cambiaria flexible.
- Productividad y competitividad.
- Asociación comercial.
- Modernización económica, gubernamental y estructural.
- Internacionalización de la economía y sus empresas.

Con la creciente apertura comercial se fueron privilegiando a las fuentes privadas de financiamiento externo, como los flujos de IED y la inversión de cartera. En este nuevo rumbo del país, la deuda siguió siendo un problema difícil de superar, el problema principal se ubicaba en que dichas inversiones no estaban enfocadas en la generación de encadenamientos productivos que ayudarían a la activación económica del país, así que, al no tener los suficientes ingresos para financiar internamente los proyectos de inversión y el pago de deuda, se recurría constantemente a la adquisición de más deuda para financiar el mercado interno y cubrir los gastos de deuda.

Grafica 4. Deuda mexicana como proporción del PIB



Fuente: Elaboración propia en base a datos del libro de estadísticas de INEGI (2018).

En la gráfica anterior, se muestra precisamente la proporción de la deuda respecto al PIB desde 1994 hasta el 2010, puede observarse que mientras en 1994, dicha proporción no superaba el 10%, para el 2010 la deuda rondaba el 45% del PIB. Y si bien, recientemente se ha frenado la tendencia al alza, sigue siendo una de las causas principales del bajo crecimiento económico. Por su parte, la deuda interna es la que ha aumentado en los últimos años.

Efecto Contagio

La combinación de un proceso de desregulación financiera y apertura de la cuenta de capitales junto con los progresos tecnológicos, han internacionalizado los sistemas financieros nacionales, convirtiendo al conjunto en un sólo sistema enlazado con alto grado de interdependencia. Además, la volatilidad y la incertidumbre de los mercados financieros, caracterizados por los rápidos movimientos de capital, han desestabilizado profundamente las economías haciéndolas propensas al desequilibrio.

Las últimas cuatro décadas han sido el escenario propicio para un incremento importante en la volatilidad e inestabilidad de los mercados, lo que provocó importantes crisis de balanza de pagos, crisis bancarias, crisis bursátiles y crisis hipotecarias, que evidenciaron los grandes riesgos a los que estaba sometida la

economía global, y obligó a las economías a reevaluar viejos controles para reducir la movilidad del capital. Las continuas crisis que han surgido desde la década del 90, han hecho estragos en todo el globo terráqueo y se han diseminado por el llamado *efecto contagio*; entre las crisis más destacadas están la de Japón, México, Asia, Rusia, Brasil y Argentina.

Figura 6. Línea de tiempo de las principales crisis



Fuente: Elaboración propia con base en información de Machinea, A. (2008), “La crisis del 2008 y sus efectos en México” en García, Z. Análisis del crac financiero de Wall Street, México, Juan Pablos Editor, pp. 33-34

Efecto Tequila

En el año de 1994, iniciaba la primera crisis en la era de la financiarización y fue en México, la denominada “crisis efecto tequila” que fue provocada por la falta de reservas internacionales, causando la devaluación del peso durante los primeros días de la presidencia de Ernesto Zedillo. A unas semanas del inicio del proceso de devaluación de la moneda mexicana, el entonces presidente de los Estados Unidos, Bill Clinton, solicitó al Congreso de su país la autorización de una línea de crédito por 20 mil millones de dólares para el Gobierno Mexicano, que le permitieran

garantizar a sus acreedores el cumplimiento cabal de sus compromisos moratorios denominados en dólares.

El anuncio de la devaluación se dio a mitad de semana, en un miércoles, y durante el resto de la semana los inversionistas extranjeros huyeron del mercado mexicano sin que el gobierno hiciera ninguna acción para evitarlo. Los negocios mexicanos que tenían deudas en dólares, o que se confiaron en comprar suministros de Estados Unidos, sufrieron un golpe inmediato, y tuvieron que optar por el despido masivo de empleados o por cerrar. Por otra parte, las empresas que, gracias a sus influencias, fueron advertidos, compraron rápidamente una inmensa cantidad de dólares y renegociaron sus contratos en pesos.

La crisis se propago rápidamente por el contexto latinoamericano, alcanzando lugares tan alejados como Argentina, en opinión del economista Paul Krugman, sencillamente porque “para muchos inversionistas ignorantes, todos los países latinoamericanos son iguales”. Así que el pánico por el que había pasado México se extendió a otros países tan rápido que, de la noche a la mañana, varios países se vieron escasos de fondos y endeudados a corto plazo.

Efecto Dragón

Ante la crisis que se había desatado en México, y para evitar el contagio a otras partes del mundo, el FMI trabajó en el diseño de medidas de choque. Sin embargo, en julio de 1997 se volvieron a presentar, ahora en Tailandia, depreciaciones aceleradas del tipo de cambio y volatilidad del mercado de valores que, hacia octubre del mismo año, se extenderían a otros países de la región asiática.

En los últimos años la región del este asiático ha sido la de mayor crecimiento en el mundo, sin embargo, desde que comenzó la crisis y hasta mediados de noviembre de 1997, “los mercados de acciones asiáticos han perdido colectivamente 400 mil millones de dólares en valor” (Revista Fortune, 1997). Como resultado de la caída de los mercados financieros y de la devaluación de sus monedas, la perspectiva de esos países es la reducción del ritmo de crecimiento. Se estima que las tasas de crecimiento de los países asiáticos, que en el año 1997 eran de alrededor del 8%, se redujeron entre un tres por ciento o más para el año siguiente (Núñez, 1998).

Factores que desencadenaron la crisis asiática

1. En esos países se tenía una paridad fija; particularmente en Tailandia el tipo de cambio fue durante 16 años de 7.78 dólares nacionales por cada dólar norteamericano. El tipo de cambio nominal ya no correspondía con el real, y se mantenía una fuerte sobrevaluación artificial de la moneda.
2. Existía un importante déficit en cuenta corriente provocado por la sobrevaluación de la moneda nacional. Esto provoca expectativas devaluatorias, y fomenta una disminución en el crecimiento de las exportaciones y un incremento en las importaciones.
3. La disminución del flujo de inversiones extranjeras, principalmente de los flujos que tienen por destino los mercados de capitales. Esta fuga provoca la caída del tipo de cambio, y a su vez, genera la caída de la bolsa de valores.
4. La desaceleración económica y la incertidumbre en la región que provocó una caída del índice accionario.
5. Los ataques especulativos a las monedas de la región que provocaron devaluaciones en Filipinas, Malasia, Indonesia, Singapur y Tailandia, y preparó el escenario para un ataque especulativo al mercado de divisas más fuerte de esa zona.

Lo grave de la crisis asiática fue que se propagó a todos los mercados financieros aledaños, causando importantes caídas en todas las bolsas de valores del mundo. Ello se debe a los procesos de globalización y transnacionalización de los capitales, que se mueven con suma facilidad por todo el mundo y a una velocidad muy grande ya que las transferencias se hacen por computadora. La caída de la bolsa hongkonesa provocó que los inversionistas se refugiaran en instrumentos de inversión más seguros, lo que llevó a abandonar los mercados especulativos asiáticos, al mismo tiempo que generó pánico en todo el mundo ante la preocupación de que los movimientos de capitales provocaran una caída en el precio de las cotizaciones y las ganancias se pusieran en riesgo, todo ello propició que se agudizara un fenómeno que, probablemente, hubiera sido de menores

consecuencias, es decir, las cotizaciones cayeron por debajo de lo que se hubiera esperado, lo que alentó la desinversión y la debacle de las bolsas de valores. Al parecer hubo cierta exageración en los movimientos de los flujos de inversión lo que provocó la gran convulsión mundial (Conchello, 1997).

Efecto Vodka

Esta crisis financiera golpeó a la economía rusa, el 17 de agosto de 1998, misma que fue exacerbada por la crisis financiera asiática que empezó en julio de 1997. Dado el declive consiguiente en los precios mundiales de los *comodities*, los países que dependían fuertemente de la exportación de materias primas estuvieron entre los más severamente perjudicados; el petróleo, el gas natural, los metales y la madera conformaban más del 80% de las exportaciones rusas, dejando al país vulnerable a las oscilaciones de los precios mundiales. El petróleo era, además, el recurso que mayores ingresos fiscales generaba al gobierno ruso, por lo que, la caída profunda del precio del petróleo tuvo consecuencias severas para Rusia. Sin embargo, la causa primordial de la crisis financiera rusa no fue directamente la caída de los precios del petróleo, sino el resultado de la falta de pago de los impuestos por parte de las industrias energéticas y manufactureras del país.

Esta crisis financiera también se tradujo en una crisis económica, que culminó en 1998, que estuvo marcada por una enorme devaluación del rublo, lo que aumentó la tasa de inflación en un 84%, lo que también tuvo un impacto negativo sobre el costo la deuda rusa. Rusia se declaró en quiebra total, y simplemente no cumplió con sus compromisos financieros internos y externos.

La crisis asiática que invadió casi todos los países de ese continente, incluyendo Japón, país que anteriormente había sido un ejemplo de crecimiento y de prosperidad económica, contaminó Rusia, y una vez más se repitieron los mismos problemas que en las naciones emergentes asiáticas.

Por otro lado, la crisis tuvo también un lado positivo, gracias a que permitió la reactivación y fortalecimiento del aparato productivo ruso. Lo anterior, aunado al alza de los precios del petróleo y las reformas económicas prometidas por Vladímir

Putin, implementadas a partir de 1999, también favorecieron la recuperación de la crisis.

Efecto Samba

La crisis económica de Rusia logró contaminar Brasil, el país con el mayor mercado y la industria más grande de Latinoamérica. Es notorio que existen diferencias entre Brasil, Tailandia, Corea y Rusia; sin embargo, hay una cosa que iguala a todas estas economías consideradas emergentes, y es el rol que juegan las inversiones de capital extranjero dentro de sus economías, que se consideran economías dependientes de los inversionistas extranjeros, a un nivel que resulta extremadamente peligroso (Lannotti, 2009).

La crisis financiera brasileña fue el resultado del contagio, ya que el panorama económico brasileño se fue deteriorando fuertemente a medida que la crisis rusa de 1998 intensificaba las turbulencias financieras de los mercados internacionales.

El Plan Real, para la estabilización de la economía, se basaba fundamentalmente en la política cambiaria adoptada por el Banco Central brasileño, se desgastó políticamente intentando intervenir el estado en el mercado financiero doméstico con el fin de defender la moneda nacional.

Durante la ola de temor causada por el *efecto Tequila*, y el huracán financiero que se desató a partir de la crisis de las economías asiáticas, la defensa del real se asemejaba más a la heroica protección de la moneda brasileña contra las sucesivas crisis externas del sistema financiero mundial, que ante una falla evidente en la concepción misma del modelo cambiario brasileño; que se mantenía intocada a pesar de la carencia de una política fiscal adecuada que le diera credibilidad a mediano y largo plazo.

Se produjeron entonces una serie de medidas de política monetaria para intentar detener la fuga masiva de capitales, para esto se establecieron tasas de interés reales elevadísimas, más del 30% anual, con lo que la ya elevada deuda interna brasileña, se incrementó aún más. Ante un creciente y peligroso déficit fiscal, que llegó a más de un 7% del PIB en 1998, el presidente Fernando Henrique Cardoso no

tuvo alternativa distinta a la elaboración de un programa fiscal riguroso, que incluía cortes muy duros en el Presupuesto de la Federación y el aumento de la tasa impositiva nacional.

Con la aprobación, por parte del FMI y de otras instituciones financieras internacionales entre las que se destaca el BID, gracias a un paquete de préstamos por cerca de 41.5 mil millones de dólares y la implementación de una fuerte disciplina fiscal, la economía brasileña terminó en 1998, con un mercado doméstico más estable y con la fuga de dólares precariamente controlada, a pesar de los más de 35 mil millones de dólares que salieron de Brasil en menos de 4 meses, en el auge de la crisis rusa.

Sin embargo, a partir de la segunda semana de enero de 1999, la declaración de una moratoria por parte del Estado de *Minas Gerais*, segunda economía industrial más importante del país generó una nueva ola de pánico entre los inversionistas internacionales, lo que, aliado a la reticencia del congreso brasileño en aprobar las reformas estructurales y de orden fiscal, llevó al desgaste de las reservas internacionales. Para contener los efectos de la crisis de credibilidad enfrentada por el país en el exterior, el Banco Central alteró los sistemas de bandas que regía la política cambiaria hasta entonces, con lo que el real se devaluó de inmediato en un 8.9%

La ampliación de la banda cambiaria y el anuncio del fin de las intervenciones intra banda de la autoridad monetaria, tenían como objetivo la flexibilización parcial del tipo de cambio, evitando un deterioro aún más grave de las reservas. Aunque, estas medidas implementadas por el gobierno, no funcionaron para evitar el pánico en el mercado financiero brasileño, la bolsa de São Paulo, el principal mercado bursátil de América Latina, se desplomó, causando una nueva ola de pánico que arrastró consigo todas las demás bolsas de América Latina. Como reacción a esa coyuntura y con la pérdida, en una sola semana, de más de 4 mil millones de dólares, el Banco Central brasileño decidió abandonar el 15 de febrero la defensa del real, inaugurando el sistema de libre fluctuación de la moneda de la octava economía del mundo (Lannotti, 2009).

Efecto Tango

La economía de Argentina había sufrido desde varios años atrás una continua contracción de su economía, pero a raíz de lo ocurrido con la bolsa brasileña, aumentó el nivel de desempleo, lo que al mismo tiempo provocó un descenso en la demanda agregada, por lo tanto, se redujeron los ingresos de los empresarios obligándolos a reducir sus costos, generalmente por el lado de la nómina aumentando aún más el desempleo y convirtiéndose esto en un círculo vicioso, que culminó con una severa recesión.

Uno de los principales socios comerciales de Argentina es Brasil, a quien destina el 30% de sus exportaciones totales y aproximadamente el 50% de sus exportaciones industriales (Gestiopolis, 2009). Pero debido a la crisis cambiaria que sufrió Brasil, prácticamente este país cerró sus puertas a todas las exportaciones, y esto afectó de sobremanera a la economía argentina, en especial por mantener un sistema de cambio uno a uno con el dólar estadounidense.

Fernando de la Rúa, había asumido la presidencia en 1999, en medio de una época de recesión, cuando el peso argentino estaba anclado al dólar estadounidense. Si bien dicha política económica había resultado efectiva durante los primeros años del gobierno de Carlos Menem, a partir de 1997 comenzó a demostrar sus falencias, ya que se requería del ingreso de divisas constante. No obstante, con la recesión hubo una salida de capitales, y no ingresó el dinero suficiente al país, éste empezó a endeudarse para mantener la paridad.

De la Rúa se empeñó en mantener el anclaje, lo que provocó que el endeudamiento fuera cada vez más grande, se tuvieron que aplicar medidas como El *blindaje* o El *Megacanje*, que consistían en adquirir endeudamiento exterior. La inestabilidad económica se percibía también por los constantes cambios en el Ministerio de Economía, pasando por él José Luis Machinea (1999 - marzo de 2001), Ricardo López Murphy (marzo - abril de 2001) y por último Domingo Cavallo, quien ya había sido ministro de Economía entre 1991 y 1996, y que había impulsado la Ley de Convertibilidad. En aquél entonces Cavallo era visto como una gran alternativa, ya que había sacado a la Argentina de la hiperinflación ocurrida entre 1989 y 1991.

La crisis llegó a un punto insostenible el 29 de noviembre de 2001, cuando los grandes inversionistas comenzaron a retirar sus depósitos monetarios de los bancos y, en consecuencia, el sistema bancario colapsó por la fuga de capitales (Wikipedia, 2009), lo que provocó la disparada del riesgo país. El llamado “Efecto Tango” consiste entonces, en la declaración de Argentina de su incapacidad para cumplir con los pagos correspondientes al pago del servicio de la deuda, y el contagio de su situación a los demás países latinoamericanos.

Todo comenzó con el rumor de la incapacidad de Argentina para pagar el servicio de la deuda externa, tal como sucediera en agosto de 1982, con la situación mexicana al declarar la moratoria en la cancelación de los servicios de la deuda por 10.000 millones de dólares, lo que marcó el inicio de la crisis de la deuda que se conoce para América Latina como la “década perdida”. Además, hay que tener en cuenta que Argentina es el mayor emisor de deuda en los mercados internacionales de capital en América, muy por encima de Brasil y México (Ruiz, 2001).

En otro orden de consideraciones, a nivel regional, esta crisis tuvo una incidencia directa en el país vecino, Uruguay; como varios miles de argentinos tenían depositadas cifras millonarias en cuentas del sistema bancario uruguayo, ante la necesidad de disponer de su dinero realizaron masivos retiros, en lo que se consideró "la corrida bancaria más larga de la historia": el Banco Central del Uruguay no cesó de inyectar dinero a los bancos en problemas, hasta que las reservas de Uruguay prácticamente se agotaron. Esto, sumado a las múltiples debilidades que venía exhibiendo la economía uruguaya, y a imperfecciones de supervisión de su sistema financiero (más liberal que el argentino), a la postre ocasionó el desencadenamiento de la crisis bancaria de 2002 en Uruguay, pasando esta crisis a ser parte de otra década. (Wikipedia, 2009)

El escenario financiero internacional actual ha provocado profundas transformaciones en la economía mundial que explican la creciente inestabilidad e incertidumbre, que caracteriza la esfera financiera internacional. Como resultado de todas estas transformaciones se consolidó el proceso de financiarización, cuyas características son:

- Fuerte desregulación y liberalización financiera.
- Volatilidad e inestabilidad de las economías.
- Considerable desarrollo y conexión de los mercados de divisas y capitales.
- Cambio en el patrón de financiamiento a favor de los últimos valores.
- Incremento sin precedentes de la actividad especulativa a nivel internacional.
- Notable y sostenido auge de la innovación financiera centrado en nuevos productos y procesos.
- Predominio indiscutible de los grandes bancos comerciales, las empresas transnacionales e inversionistas institucionales en las transacciones financieras internacionales.
- Concentración de los flujos financieros en los países altamente industrializados.
- Acelerada expansión de la Inversión Extranjera Directa.
- Pérdida de funciones monetarias del FMI.
- Disminución del gasto público, destacándose la elevación del pago de la deuda y los servicios en detrimento del gasto social. (Alainet, 2009)

Se puede resumir que, a mediados de la década de los noventa, cuando las ideas neoliberales se extendían por todo el planeta, se promovió la desregulación de los mercados, la reducción del papel del Estado en la economía y la apertura comercial y financiera, esto trajo como resultado que, la economía especulativa se separe más de la productiva. Lo que a su vez provoca un aumento en la concentración de la riqueza de la oligarquía financiera; disminuye la inversión productiva y crece el desempleo; profundizando las desigualdades entre ricos y pobres.

Todo lo mencionado con anterioridad, propicia un ambiente de inestabilidad, esto va en torno con que en los últimos años el mundo ha sido víctima de diversas crisis financieras internacionales, pues, los movimientos especulativos son capaces de desestabilizar el sistema financiero en un solo día, afectando a las economías del mundo.

REPERCUSIONES DE LA CRISIS SUBPRIME EN MÉXICO

La crisis financiera internacional de 2008, cuyos orígenes se remontan a las hipotecas denominadas *subprime*, ha conducido a la contracción mundial de la actividad económica y el empleo, así como a un aumento en la percepción de riesgo por parte de los inversionistas a nivel internacional. Esta crisis, fue considerada como la mayor crisis financiera de la historia, casi al nivel del crack económico financiero de 1929. Sin embargo, esta crisis posee cualidades que hacen necesario su análisis para fines de esta investigación, estos factores son:

1. Es una crisis global: es una crisis que se gesta en la economía de los Estados Unidos, y al ser la principal potencia económica, los efectos de esta crisis se transmitieron con intensidad y rapidez a todo el mercado internacional.
2. Es una crisis hipotecaria: pese a que las operaciones financieras que se realizaron tenían como respaldo un activo real, en este caso, viviendas, muchas de estas se realizaron en *el shadow banking system*.⁴
3. Es una crisis financiera: si bien la crisis detonó con el estallido de la burbuja inmobiliaria, el número creciente de impagos afecta de forma inmediata a la seguridad y rentabilidad de las instituciones financieras.
4. Es una crisis de liquidez: porque además de que no se realizan pagos, muchos agentes ante la incertidumbre optaron por retirar sus depósitos.

Desde los primeros años del siglo XXI, la economía de EUA arrastraba un déficit considerable de cuenta corriente, pero para las autoridades gubernamentales esto no representaba una señal de alarma, ya que, tal déficit se financiaba sin dificultad con entradas de capital. En ese momento, la economía global se encontraba en un periodo de bonanza; la productividad había estado aumentando y las empresas de ese país estaban obteniendo utilidades importantes, sobre todo las del sector financiero. Además, el gobierno estadounidense había establecido una política monetaria de bajas tasas de interés y abundante liquidez.

⁴ El *shadow banking system* o banco a la sombra, comprende todos los productos financieros que se transan fuera del sistema bancario regulado.

Al mismo tiempo, ocurría en el mundo, y de manera particular en los Estados Unidos, un proceso de profundización de la innovación financiera que se retroalimentaba de la expansión del crédito. Éste impulsaba la innovación financiera, que buscaba incrementar la rentabilidad de los recursos financieros que podían obtenerse con relativa facilidad. La innovación financiera, a su vez, permitía mayor disponibilidad de recursos para los agentes económicos.

Pero la expansión acelerada del crédito y la innovación financiera tenían un lado oscuro, ya que habían superado con creces la regulación existente, es decir, el sistema financiero estaba prácticamente desregulado. Por ejemplo, las instituciones financieras, con operaciones *over the counter*, no reguladas, se expandieron de forma significativa porque era donde se ubicaban las grandes ganancias. Las mismas instituciones bancarias y crediticias sujetas a regulación buscaron la manera de crear otras instituciones que no tuvieran que sujetarse a la regulación bancaria, aprovechando las lagunas legales (Rodríguez, et. al., 2008).

En el contexto de crédito fácil y bursatilización inmediata, se acentúa aún más el problema de riesgo moral; no se tenía cuidado al contabilizar los créditos de dudosa calidad, de alto riesgo, que impidió a los agentes actuar de manera prudente, cuidando los activos de las instituciones financieras. Con la bursatilización inmediata de la cartera de crédito, además, al vender los derivados, se deshacían del riesgo crediticio y evitaban pérdidas a futuro.

Se podían bursatilizar hipotecas de alto riesgo sin demasiado cuidado; se ocultaba el alto riesgo de invertir en los derivados financieros, mismo que se trasladaba hacia otros agentes económicos u otras instituciones financieras, lo que posteriormente se convirtió en un serio problema de contagio. Se trataba de vender la mayor cantidad de hipotecas para poder bursatilizarlas y deshacerse del riesgo, sin importar si se contaba con la capacidad de pago de los acreditados. Muchas de estas instituciones financieras empezaron a operar con crédito de muy corto plazo y tenían pasivos importantes fuera de sus balances, lo que creó una enorme vulnerabilidad sistémica.

El problema de información asimétrica, usual en el sistema financiero, ocasionó que muchos inversionistas no se dieran cuenta de los riesgos de activos respaldados por productos surgidos de la innovación financiera. La mayoría de los agentes invertían, en cierto sentido, a ciegas, dejándose llevar por los elevados rendimientos que ofrecían sin considerar si el rendimiento compensaba el nivel de riesgo.

De manera puntual podemos establecer que los factores que dieron origen a la crisis fueron:

1. Una política monetaria a nivel mundial excesivamente laxa por un periodo prolongado, es decir, manteniendo altas tasas de interés.
2. Fallas en los esquemas de regulación y supervisión financiera.
3. Creencia de que los precios de la vivienda en Estados Unidos continuarían mostrando una tendencia al alza.
4. Opacidad respecto a la exposición de las instituciones financieras a productos considerados de alto riesgo.

La crisis se produjo cuando empezaron a caer los precios de los bienes raíces. Al incumplir los deudores con los pagos de sus hipotecas, en su mayoría, considerados instrumentos de baja calidad crediticia (*subprime*), el castillo de naipes empezó a derrumbarse (Lane, 2013). Al no conocerse la magnitud de los pasivos netos fuera del balance de las instituciones financieras, se paralizó el crédito, y esto provocó una crisis liquidez que tuvo severos impactos en todo el mundo.

Las condiciones previas a la crisis, favorecieron el endeudamiento. Ante las facilidades para obtener un crédito a la vivienda, las personas se endeudaron incluso si no podían hacer frente a tal compromiso; pero tampoco a los bancos les importaba si podían pagar o no, puesto que los títulos estaban respaldados por hipotecas que suscribían con ciudadanos norteamericanos para la compra de sus viviendas. En el sector financiero dominaba el esquema *Ponzi*, la razón era simple, los prestamistas preferían los créditos subprime por las altas tasa de interés que obtenían, aunque esto también implicaba que eran más riesgosas. Como señala Minsky, las crisis comienzan a gestarse en la fase de auge; se sabe que cuando la

economía va bien los inversionistas se hacen expectativas optimistas, piensan que los buenos tiempos durarán para siempre y por esa razón, aunque aumentan las inversiones también crece el endeudamiento.

La crisis afectó de manera inmediata a los bancos que habían concedido estas hipotecas, y se extendió al resto del sistema financiero porque los mismos bancos que concedían estas hipotecas, las vendían como títulos hipotecarios en los mercados financieros. De esta forma, los bancos convirtieron el endeudamiento familiar en un impresionante negocio porque no sólo recibieron el dinero que prestaron más los intereses, sino que, además, obtuvieron beneficios negociando los títulos de crédito en los mercados de valores.

Pero los precios no tendrían una tendencia alcista siempre; como la economía estaba *sobrecalentada*, el gobierno estadounidense se vio en la necesidad de subir la tasa de interés perjudicando el costo de las deudas que se habían contraído por estas hipotecas, esto provocó que los compradores de viviendas dejaran de pagar. Ante la moratoria, los bancos comenzaron a tener menor disponibilidad de dinero y, por ende, tuvieron que disminuir la oferta de nuevos créditos.

La quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008, dio lugar a un fuerte incremento de la percepción de riesgo global, y aumentó la incertidumbre respecto de la calidad de algunos activos en poder de las instituciones financieras, lo que provocó que en el resto del mundo los costos de acceso al crédito aumentaran abruptamente, a la par que la liquidez en los mercados financieros internacionales cayó.

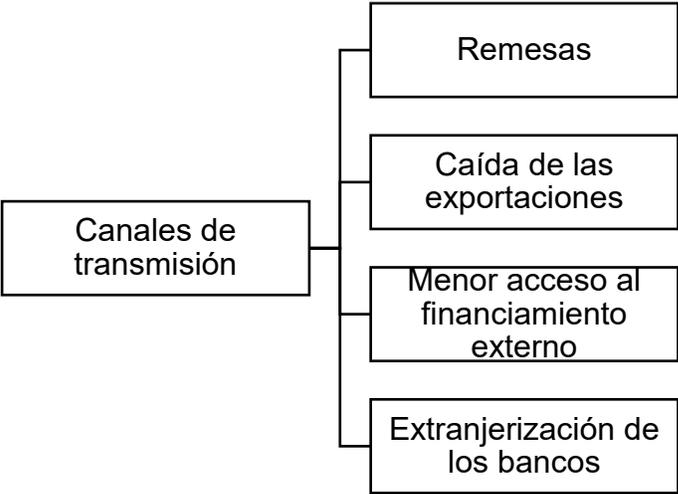
México, como economía emergente, está ligado estrechamente con el comportamiento de los países más avanzados con los que comercia. Cuando este tipo de economías (países desarrollados) sufren una desaceleración en su ritmo de crecimiento económico esto tiene repercusiones sobre el ritmo de crecimiento de la economía mexicana ya que también tiende a disminuir.

De manera particular, la economía mexicana, por sus estrechas relaciones comerciales con la economía estadounidense, se vio severamente afectada. Sin

embargo, el contagio de la crisis *subprime* no se dio en el ámbito financiero, pues los bancos transnacionales con sucursales en nuestro país no estaban anclados al mercado hipotecario de los Estados Unidos, el contagio fue por el canal del sector real.

Como se mencionaba con anterioridad, el contagio de la crisis a México fue por la esfera real (ver figura 7): primero por una disminución de las exportaciones y remesas; y segundo, por un menor acceso al financiamiento externo al país. Otra vía de contagio importante fue la extranjerización, ya que gran parte del sistema bancario mexicano está formado por filiales de importantes bancos extranjeros.

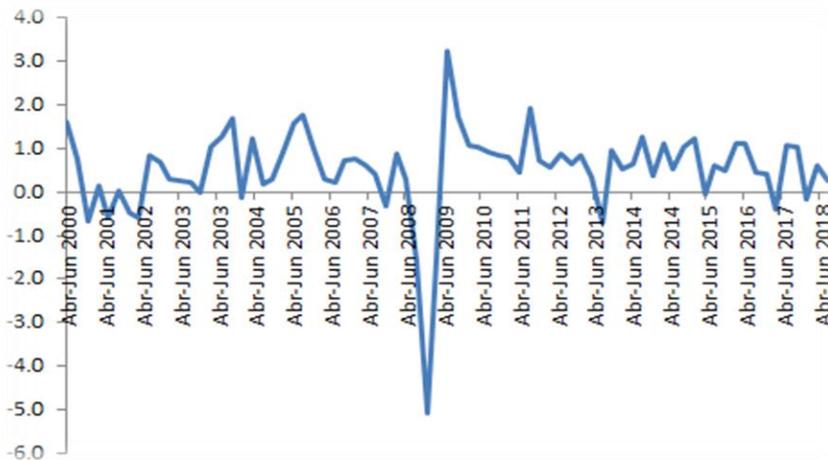
Figura 7. Canales de transmisión de las crisis



Fuente: Elaboración propia

La economía mexicana se fue desacelerando como respuesta al gradual deterioro de la demanda externa, lo cual incidió fundamentalmente sobre los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciables, lo que, a su vez, influyó en el dinamismo del PIB. En la siguiente gráfica, se puede ver que los efectos de la crisis se hicieron sentir varios meses después del estallido de la burbuja, el punto crítico se encuentra en el segundo trimestre del año 2009, en ese momento el PIB se contrajo casi un 6 por ciento.

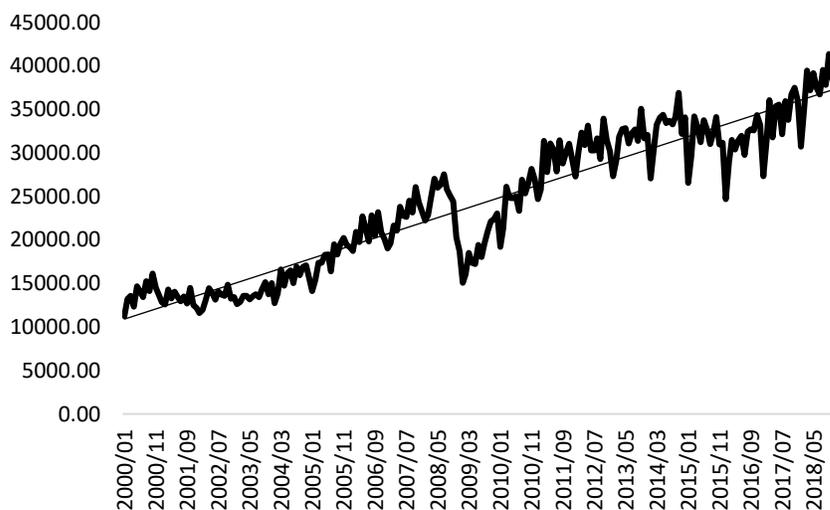
Grafica 5. Tasa de crecimiento del PIB de México a precios constantes



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2018)

También, los efectos adversos sobre la economía mexicana se manifestaron a través del canal de las exportaciones (ver gráfica 6). Este fue el canal por el cual nuestro país se vio más perjudicado; al tratarse de una economía pequeña y abierta, la contracción de la demanda mundial y el aumento de los precios de los *comodities* afectó directamente las exportaciones mexicanas, principalmente las petroleras. Esta situación se complicó como resultado de los vínculos de retroalimentación existentes entre el sector financiero y el sector real.

Grafica 6. Exportaciones totales

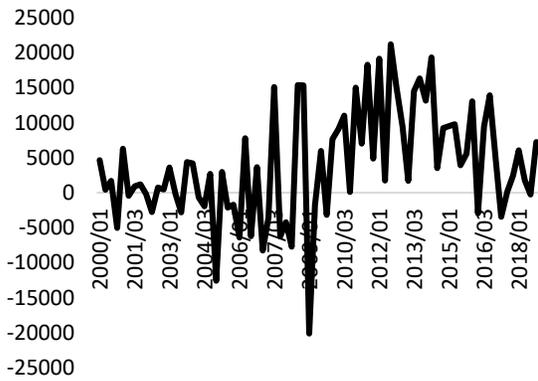


Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2019)

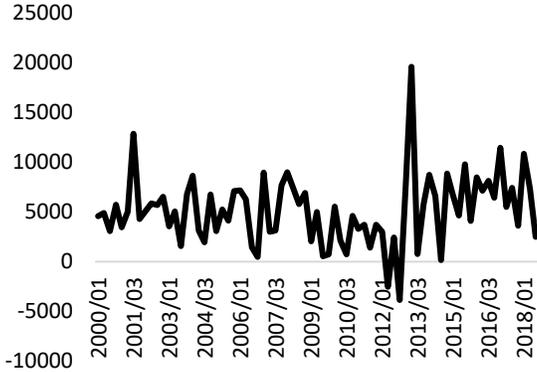
En este contexto, los flujos de capital de las economías emergentes se contrajeron de manera más pronunciada, tanto la inversión extranjera directa como la de cartera, lo cual afecto directamente a los tipos de cambio y los mercados accionarios y de deuda de la mayoría de estos países. Los flujos de capital hacia las economías emergentes revirtieron la tendencia negativa rápidamente, esto indujo una apreciación de los tipos de cambio con respecto al dólar, y un aumento en los precios de los activos financieros en general.

Grafica 7. La inversión extranjera en México.

Inversión extranjera directa



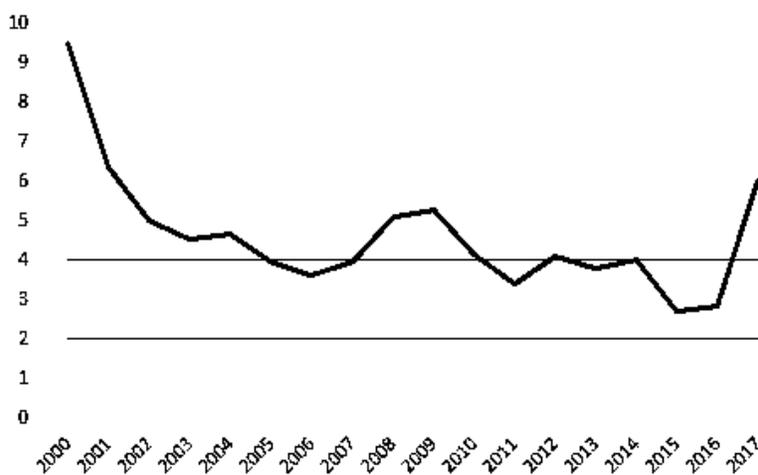
Inversión de cartera



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2019)

Las presiones inflacionarias a nivel global disminuyeron considerablemente debido al debilitamiento de la actividad económica mundial. Cabe señalar que el descenso de la inflación fue más marcado en las economías avanzadas, porque son más independientes de las importaciones. Por su parte, la evolución de la inflación en México se vio afectada, principalmente, por los aumentos sin precedente en los precios internacionales de los *comodities*. En particular, los precios internacionales de estos bienes, que habían continuado registrando alzas significativas durante el primer semestre del año, mostraron importantes decrementos en el segundo. Estas alzas en los precios internacionales tuvieron un importante impacto en la estructura de costos de producción de prácticamente todos los sectores de la economía real; esto condujo a que se presentara un fenómeno conocido como *inflación importada*.

Grafica 8. Niveles de inflación en México (2000-2017)



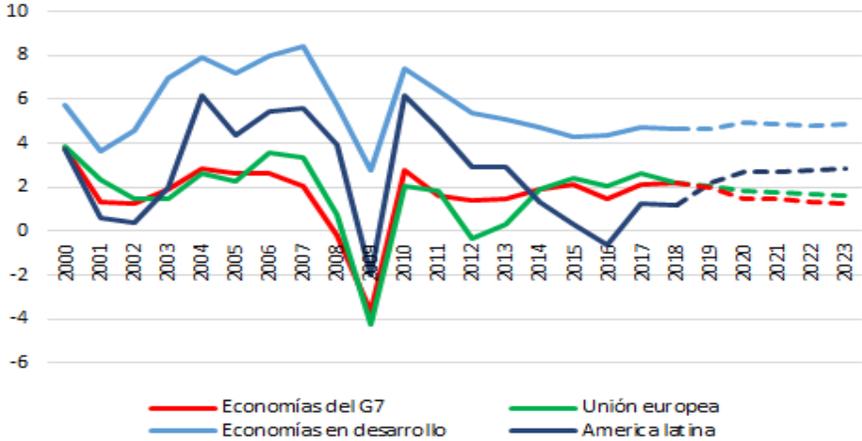
Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2019)

Debido a la contracción del PIB mundial, en muchos países se implementaron una serie de medidas contra cíclicas, a la par que, la mayoría de los bancos centrales en las economías emergentes también relajaron sus posturas de política monetaria, aunque en menor medida que las avanzadas. La política fiscal adoptó un papel activo para contrarrestar la caída en la demanda agregada, principalmente, a través de un mayor gasto público, como consecuencia del deterioro de las perspectivas de ingresos externos, sobre todo de los ingresos petroleros.

Como México enfrentaba caídas importantes en la demanda por sus exportaciones manufactureras y en otros renglones de ingresos de la cuenta corriente, esto aunado a las políticas de apoyo fiscal, significaron fuertes aumentos del déficit y la deuda del sector público, y junto con las condiciones de astringencia en los mercados de capital a nivel global, condujeron a una situación de elevada incertidumbre.

A pesar de la implementación de medidas de estímulo monetario y fiscal, la tasa de crecimiento del PIB mundial disminuyó; aunque el debilitamiento económico fue más pronunciado en las economías avanzadas (ver gráfico 9). La recuperación en las economías fue desigual ya que las emergentes exhibieron un mayor dinamismo que las avanzadas; esto porque las economías emergentes fueron impulsadas por su demanda interna, al mismo tiempo que hubo una mejoría en sus términos de intercambio.

Gráfica 9. PIB principales economías (variación % trimestral)

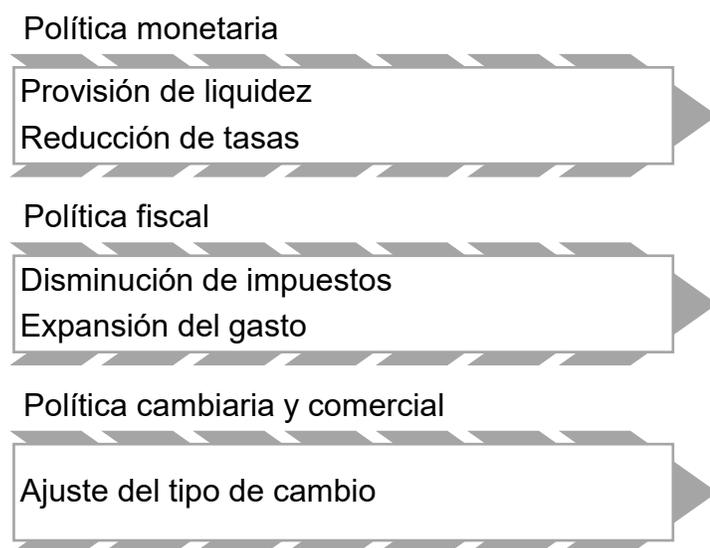


Fuente Elaboración propia con datos del FMI (2019).

Nota: Del año 2018 en adelante corresponden a datos estimados del FMI.

Para contrarrestar los efectos de la crisis, las autoridades económicas de México aplicaron las siguientes políticas:

Figura 8 Políticas económicas



Además de incluir estímulos fiscales y monetarios, estas medidas se acompañaron del fortalecimiento del marco internacional de regulación y supervisión financiera; lo que favoreció un incremento sustancial de los recursos disponibles para incentivar el consumo y la inversión productiva y, por ende, impulsar la demanda interna para compensar la caída de la externa.

Quizás más importante aún, es considerar que debido a que, en los años previos a la crisis, se contaba con sobre liquidez en las reservas de divisas de los Bancos Centrales Latinoamericanos, los países estaban en buenas condiciones para hacer frente a situaciones adversas. De igual forma, estos países pudieron reducir sus déficits fiscales gracias al auge de los precios de las materias primas, que habían incrementado los ingresos por exportaciones.

Aunque en el año 2010 la economía mexicana creció más de lo esperado, y la inflación fue menor a la prevista; la dinámica de la económica del país durante 2011 volvió a caer, principalmente debido a factores externos. La situación económica internacional propició un entorno menos favorable para el crecimiento económico en México. La aversión al riesgo provocada por la crisis en la zona del euro tuvo un impacto negativo en los mercados financieros de las economías emergentes.

La rápida recuperación en México de los niveles de producción fue consecuencia del crecimiento exhibido por la economía mundial, en particular, por el repunte de la actividad industrial en Estados Unidos. Este último, impulsó de manera importante a las exportaciones mexicanas, lo cual fue transmitiéndose gradualmente al resto de los componentes del mercado interno.

En este contexto, los sólidos fundamentos de la economía nacional permitieron que, a pesar del deterioro en el entorno externo, la actividad económica registrara una expansión, y que la inflación continuara avanzando en su convergencia hacia el objetivo permanente de tres por ciento con un margen de un punto porcentual.

No obstante, los efectos de la crisis financiera internacional de 2008 tuvieron un mayor impacto en las economías desarrolladas, principalmente en Europa, por ejemplo, varios países tuvieron que rescatar algunos de sus bancos e inclusive pedir ayuda al Fondo Monetario Internacional para recuperar sus economías. En estos países, a diferencia de México, la crisis entro a través del canal financiero; Europa se convirtió en zona de especulación, y se vivía la *histéresis*⁵. Pero sus más severas afectaciones fueron en el mercado laboral, trajo consigo desempleo y una reducción de los salarios, la inflación disminuyó el poder adquisitivo y por ende el consumo y el ahorro.

En la zona del euro, el proceso de desapalancamiento de los bancos incidió negativamente en la actividad económica, sumado al fuerte deterioro en la confianza de hogares y empresas más un ajuste fiscal mayor a lo previsto. Además, los flujos de capital se vieron afectados porque los tipos de cambio frente al dólar de la mayoría de estas economías se depreciaron, pese a que las autoridades europeas implementaron acciones, entre las que destacaron las operaciones de refinanciamiento de largo plazo y la ampliación del colateral aceptable por parte del Banco Central Europeo (BCE).

⁵Se denomina histéresis al proceso que consiste en prolongados periodos de altas tasas de desempleo efectivo que modifican la tasa natural.

Mientras que en Estados Unidos y Europa se evitó impulsar las políticas económicas expansivas para salir de la crisis, varios países latinoamericanos reaccionaron a la crisis con medidas económicas anticíclicas como con desembolsos en infraestructura, estímulos al consumo y transferencias de dinero a los más necesitados. En última instancia, la política macroeconómica en América Latina fue mejor que la europea, ya que, permitió que estos países se recuperaran más rápido, y que los efectos negativos fueran menores.

Cabe destacar que, para afrontar de mejor manera el impacto de las crisis se necesitaba un mercado interno desarrollado y competente, aunado a la implementación de políticas fiscal y monetaria contra cíclicas, y medidas macro y micro prudenciales. Esta crisis puso de manifiesto las vulnerabilidades de la economía mexicana para que nuestro país esté en mejores condiciones para contrarrestar los efectos negativos de futuras crisis económicas internacionales.

De manera general, las crisis aparecen como una clara evidencia de los efectos nocivos que el fenómeno del desacoplamiento puede provocar. Con un sistema financiero globalizado y sin suficiente protección ante crisis, queda sobre la mesa la necesidad de estar mejor preparados ante un entorno más interrelacionado, volátil y complejo. Varios autores destacan que existen desafíos en los mercados, que deben combatirse o al menos plantearse como prioritarios, entre los que destacan:

- Que la política monetaria y macro prudencial se complementen.
- Coordinación entre la regulación macro y micro prudencial.
- Cooperación internacional en el diseño de políticas económicas.

En este sentido, resulta importante contar con un indicador que sirva para monitorear la actividad financiera, que arroje información específica sobre el estado del sistema financiero, con el objetivo de que el análisis de esta información, tanto el gobierno como el resto de los agentes económicos puedan tomar las mejores decisiones desde una perspectiva más amplia.

Pareciera difícil regular el sistema financiero, pero nuestro sistema financiero al ser relativamente pequeño y poco interconectado o relacionado, puede ser

relativamente fácil de regular que uno más desarrollado. Una regulación adecuada no tendría por qué entorpecer el funcionamiento del sistema financiero, por el contrario, debe garantizar que cumpla con sus funciones de forma óptima para que sirva de impulso a las actividades productivas, y genere los fondos que requiere para su adecuada operación.

CAPÍTULO 3. MODELO ECONÓMICO

Las finanzas son un arma de fuego.

La política es saber cuándo apretar el gatillo.

Mario Puzo

En este capítulo se pretende demostrar que la esfera financiera se ha desvinculado de la esfera productiva, y analizar como este fenómeno ha impactado en el crecimiento económico de México. Para analizar la relación que existe entre el sistema financiero y la actividad productiva, se estima un modelo de cointegración en el sentido de Engler-Granger. El resultado encontrado confirma que la brecha entre la producción y las finanzas se ha ampliado, ya que no existen relaciones de largo plazo entre el Índice de Precios y Cotizaciones y el Índice Global de la Actividad Económica. Esto refleja, que la esfera financiera ha dejado de responder a las necesidades de financiamiento de la actividad productiva, siguiendo una dinámica independiente, lo que implica que no se genere crecimiento equitativo en ambos sectores.

Este capítulo se estructura de la siguiente manera: en un primer momento, la literatura relacionada con el desacoplamiento en la economía, posteriormente, muestra la evidencia empírica para estudiar la dinámica que existe entre la esfera real y financiera para el caso mexicano, así como los datos necesarios para la construcción de un modelo econométrico que ayude a verificar la hipótesis del desacoplamiento, asimismo, se presentan las pruebas que validan dicho modelo, y por último se exponen los resultados obtenidos.

REVISIÓN LITERATURA

En el caso de México, Morales y Rendón (1997) incorporan al sistema financiero visto desde el comportamiento accionario, medido a través del IPC de la Bolsa Mexicana de Valores, como variables explicativas consideran el PIB nominal y la tasa de los Certificados de la Tesorería (CETES) a 28 días. En su análisis, mediante

las pruebas de cointegración, concluyen que sí existe relación entre el comportamiento económico y el movimiento bursátil, en México para el periodo de 1989 a 1996. La importancia del estudio radica en probar que, una variable real como el PIB nominal influye significativamente sobre las cotizaciones de la Bolsa.

Por otro lado, Taboada y Sámano (2003) llevaron a cabo una investigación mediante el uso de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo como la variable de medición indirecta de la economía real, y para representar el sistema financiero mexicano emplean el IPC y los préstamos bancarios al sector industrial durante el periodo de 1993 a 2001. En este trabajo, utilizaron el análisis de cointegración en el sentido de Engler-Granger, y comprobaron que existe una desvinculación entre el sistema financiero mexicano y la economía real, también, aceptan que el sistema financiero tiene una dinámica independiente que no permite establecer la presencia de relaciones de largo plazo entre las variables.

Por su parte, Zavaleta y Urbina (2011) basados en la construcción de un modelo de Vectores Autorregresivos (VAR), encuentran una relación entre el desempeño del mercado accionario y el crecimiento de la economía real en México para el periodo de 1993 a 2010. Estos autores utilizan el *IPC* como variable de medición indirecta del sector financiero, y el *IGAE* para representar la economía real. Zavaleta y Urbina reflexionan sobre el papel del sistema financiero en la economía, y concluyen que el sistema financiero no solo debe ser fuente de financiamiento, también puede ser destino de inversión y de esta manera impulsar el crecimiento.

De igual manera, Garza y Martínez (2014) estimaron un modelo de cointegración para probar la hipótesis de la desvinculación entre la economía real y el sector financiero en el caso mexicano, aunque sus conclusiones fueron muy diferentes, ambos rechazaron la hipótesis nula de no cointegración. La evidencia encontrada por estos autores señala que existe una relación positiva entre las variables representativas de la economía real, ponderada a través de la formación bruta de capital fijo en maquinaria, el sector financiero, representado por los préstamos del sector bancario y el sector bursátil representado por el IPC.

En contraste con los estudios anteriormente mencionados, que también utilizan técnicas de cointegración, en este se incorpora la posibilidad de cambios estructurales, ya que, si estas rupturas no se toman en cuenta, las pruebas tradicionales de cointegración tienden a no cointegrar. Por su parte, varios expertos señalan que los cambios estructurales pueden modificar las características esenciales de las variables, desde grados pequeños y casi imperceptibles hasta alteraciones totales, es decir, un cambio estructural puede afectar las series analizadas y sus relaciones a través del tiempo (Domingo y Tonella, 2000).

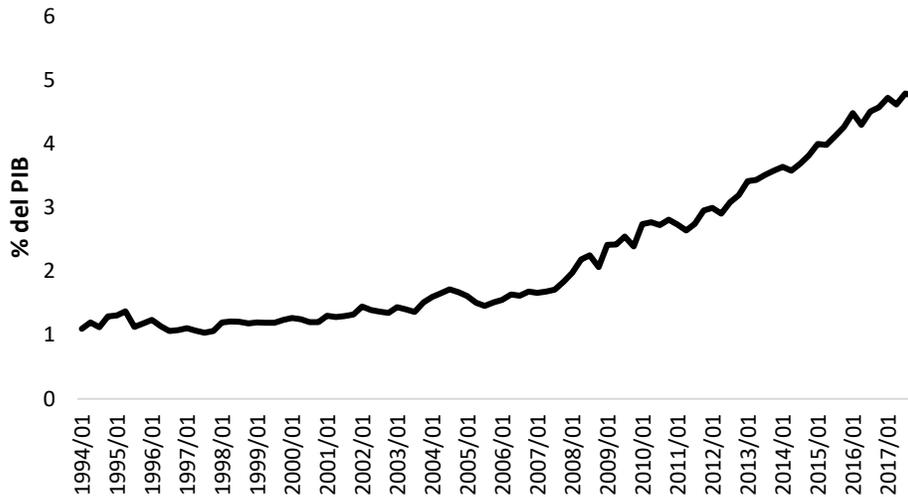
METODOLOGÍA

Para validar la hipótesis del desacoplamiento, misma que sostiene que el sistema financiero se aleja de la economía real, se estima un modelo econométrico de cointegración de tipo Engle–Granger que permite establecer relaciones de equilibrio entre variables a largo plazo, para analizar la manera en que las variables se relacionan con la inversión productiva. Este modelo nos permitirá conocer si el sistema financiero cumple con su objetivo principal, de sustento del crecimiento de la economía real mediante el financiamiento de la actividad productiva.

HECHOS ESTILIZADOS

En el contexto de la financiarización, es necesario analizar la evolución del sistema financiero mexicano. Como se puede apreciar en la gráfica 7.1, el tamaño del sistema financiero se ha incrementado de manera rápida, sobre todo en los últimos años, en sintonía con las tendencias mundiales.

Gráfica 10. Tamaño del sistema financiero de 1996 a 2017



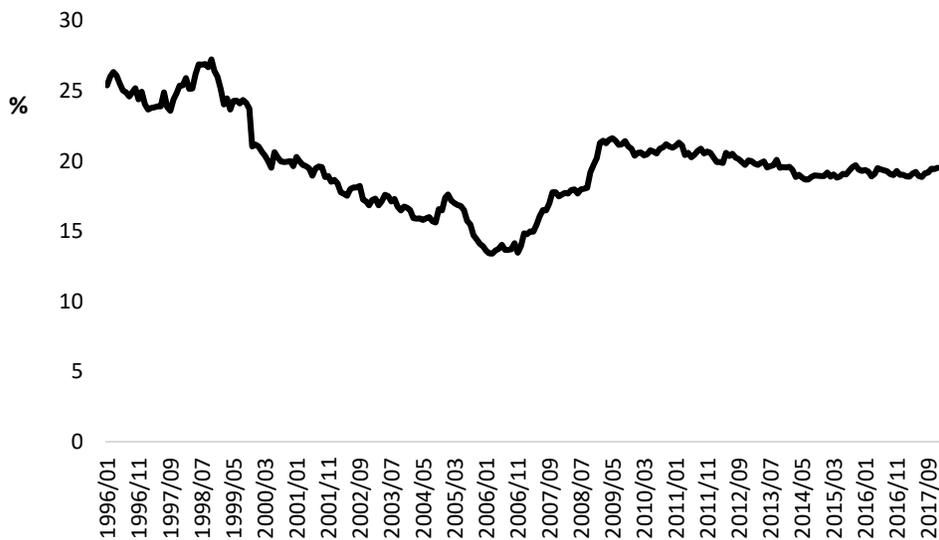
Nota: El tamaño del sistema financiero es el cociente resultado de dividir el PIB de los servicios financieros entre el PIB total, este valor se expresa en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2018)

Si bien, el sistema financiero ha crecido, es un hecho que esto no se ha visto reflejado en un crecimiento económico generalizado; esto podría explicarse por el tipo de créditos que otorgan los bancos, quienes cada vez se inclinan más a brindar créditos al consumo e incluso a actividades especulativas en la bolsa.

En la siguiente gráfica, se muestra que los créditos otorgados a la actividad productiva tienen una tendencia decreciente, esto significa que, cada vez las instituciones financieras otorgan menos financiamiento a la industria, pese a que, de esta forma podrían impulsar la productividad y dinamizar la economía en su conjunto.

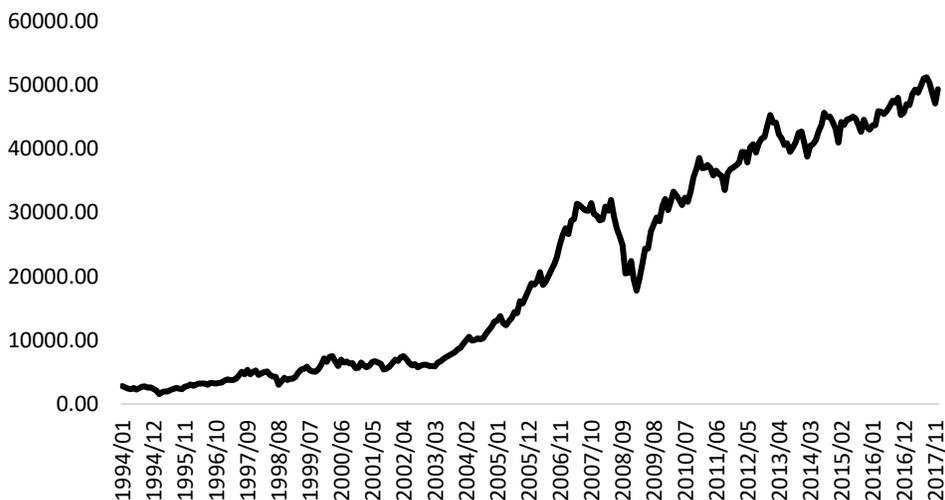
Gráfica 11. Créditos otorgados a la industria como porcentaje del total de créditos otorgados por la banca múltiple en México de 1996 a 2017



Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2018)

A diferencia del sector real, el comportamiento del mercado accionario ha sido ascendente durante casi todo el periodo de estudio (ver gráfica 7.3), aunque se puede apreciar que en el año 2008 el IPC sufrió una caída prolongada y profunda, provocada por la pérdida de confianza generada por la crisis, y no fue hasta el año 2010 que el mercado accionario se recuperó.

Gráfica 12. Índice de Precios y Cotizaciones de 1996 a 2017



Nota: Los datos del IPC corresponden al valor del último día de cada mes.

Fuente: Elaboración propia con base en datos de INEGI (2018).

Descripción de series y pruebas de raíces unitarias.

Para la estimación del modelo se utilizaron las series de datos que se detallan en la tabla 7.1.1, siendo FBKF la variable dependiente y SF y el PIB las explicativas.

Tabla 1 Descripción de series

1996.1-2018.12

Variables	Frecuencia	Notación	Fuente
Formación bruta de capital fijo	Trimestral	FBK	INEGI (www.inegi.com.mx)
Valor de los servicios financieros	Trimestral	SF	INEGI (www.inegi.com.mx)
Producto Interno Bruto	Trimestral	PIB	INEGI (www.inegi.com.mx)

Nota: Las series antes mencionadas tienen como año base 2013.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

La tabla 7.1.2 concentra los resultados de las pruebas de raíces unitarias, mismos que servirán para determinar el grado de integración de las variables. Como es posible notar, las series tienen una raíz unitaria en niveles, pero cuando se les aplica primeras diferencias estas se vuelven estacionarias, por lo tanto, las variables son integradas de orden uno.

Tabla 2. Prueba de raíces unitarias

1996.1-2018.12

Variables	Modelos	ADF	PP	KPSS
FBK	Intercepto	-1.746757	-2.490637	1.199699
	Tendencia e intercepto	-3.633714*	-3.535730*	0.096414*
	Nada	1.484503	2.219799	
ΔFBKF	Intercepto	-4.157345*	-14.31873*	0.267555*
	Tendencia e intercepto	-4.285010*	-14.73369*	0.146000
	Nada	-3.874339*	-13.42153*	
SF	Intercepto	0.732881	1.477046	1.240714
	Tendencia e intercepto	-3.190571	-3.152340	0.305408
	Nada	4.803799	7.013687	
ΔSF	Intercepto	-9.771687*	-11.04107*	0.114885*
	Tendencia e intercepto	-9.779093*	-12.02235*	0.338773*
	Nada	-7.808389*	-7.832394*	
PIB	Intercepto	-1.001321	-1.148206	1.237801
	Tendencia e intercepto	-3.810922*	-3.197282	0.092409*
	Nada	2.716469	5.345054	
ΔPIB	Intercepto	-4.111819*	-10.78620*	0.139479*
	Tendencia e intercepto	-4.113592*	-10.82598*	0.109216*
	Nada	-2.965835*	9.109804*	

Nota: Las mayúsculas indican las variables en niveles (con transformación logarítmica), Δ indica la primera diferencia de las variables. FBK=Formación Bruta de Capital fijo, ΔFBK= primera diferencia

del Formación Bruta de Capital fijo; SF= Valor de los Servicios Financieros, Δ SF= primera diferencia Valor de los Servicios Financieros; PIB= Producto Interno Bruto, Δ PIB= primera diferencia del Producto Interno Bruto. Para la prueba Dickey Fuller Aumentada (ADF, 1979) y Phillips Perrón (PP, 1988), la hipótesis nula (H_0) propone que la variable tiene raíz unitaria, mientras que para la prueba Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS, 1992) la H_0 considera que es estacionaria. El asterisco (*) indica rechazo de la hipótesis nula en cada una de las pruebas. Todas las pruebas son válidas al 95% de confianza.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

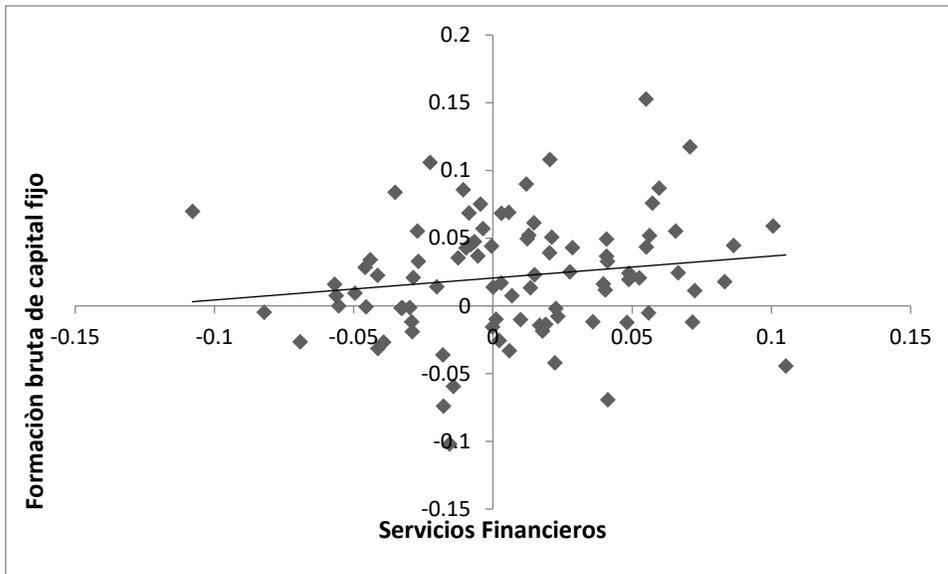
Análisis de correlación.

Para analizar gráficamente la asociación lineal que existe entre las variables, se elabora el diagrama de dispersión. En primer lugar, en la figura 7.2.1, se muestra el comportamiento conjunto de la Formación Bruta de Capital Fijo (Δfbk) y del valor de los servicios financieros (Δsf), durante los años de 1996 a 2018. Se puede apreciar que entre las variables hay una asociación positiva, aunque es débil, cuyo coeficiente de correlación es 0.162; cabe aclarar que esto no denota causalidad entre las mismas sino la relación existente entre éstas.

Figura 7.2.1 Diagrama de dispersión de la formación bruta de capital fijo (Δfbk) y el valor de los servicios financieros (Δsf)

1996.2-2018.12⁶

⁶ $r = 0.154919334$; $t = 1.416837$

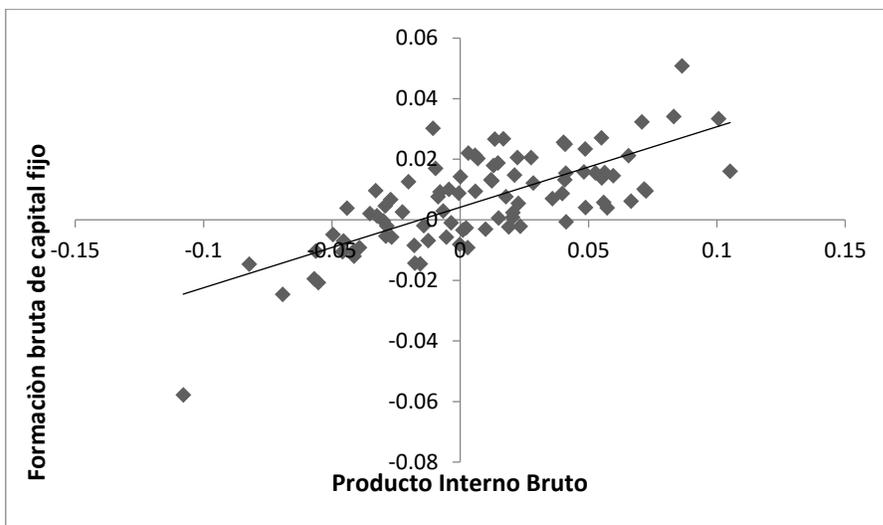


Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

En la figura 7.2.2, se presenta otro diagrama de dispersión, en el cual se observa una leve pero positiva correlación entre la Formación Bruta de Capital Fijo ($\Delta fbkf$) y el Producto Interno Bruto (Δpib), durante todo el periodo de análisis.

Figura 7.2.2 Diagrama de dispersión de la formación bruta de capital fijo ($\Delta fbkf$) y el Producto Interno Bruto (Δpib)

1996.1-2018.12⁷



⁷r= 0.723878443; t= 1.763006

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Análisis de causalidad en el sentido de Granger

En cuanto a la prueba de casualidad (ver tabla 7.2.1), se encuentra que entre el Producto Interno Bruto y la formación bruta de capital fijo existe una causalidad unidireccional; el análisis arrojó que la primera (Δpib) es causada por la segunda ($\Delta fbkf$). Por otra parte, los servicios financieros también presentan causalidad unidireccional con respecto al PIB, como se esperaba los servicios financieros causan al PIB. Se puede afirmar que los resultados del análisis son coincidentes con lo que señala la teoría económica, es decir, que tanto la inversión productiva como las finanzas repercuten en el crecimiento económico.

Tabla 3. Prueba de causalidad en el sentido de Granger

1996.1-2018.12

Hipótesis nula	Observaciones	Estadístico F	Probabilidad
Δfbk no causa a Δsf	87	0.17721	0.9115
Δsf no causa a Δfbk		0.53808	0.6575
Δpib no causa a Δsf	87	0.83281	0.4797
Δsf no causa a Δpib		4.23489	0.0078*
Δpib no causa a Δfbk	87	0.2558	0.857
Δfbk no causa a Δpib		2.77048	0.0468*

Nota: Para el estudio de los efectos causales: Δfbk = diferencia del logaritmo de la formación bruta de capital (FBKF); Δsf = diferencia del logaritmo del valor de los servicios financieros (SF); Δpib = diferencia del logaritmo del Producto Interno Bruto (PIB). El asterisco (*) indica rechazo de la hipótesis nula, lo que significa que existe causalidad en el sentido de Granger; las pruebas son válidas al 5% de significancia. Las variables así especificadas son estacionarias, para evitar obtener resultados espurios.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

ESTIMACIÓN

Modelo de largo plazo.

El modelo de cointegración de largo plazo estimado se especifica de la siguiente manera:

$$\text{FBKF} = -10.73839 - 0.078082 \text{ SF} + 1.614959 \text{ PIB}$$

Como se observa en la tabla 7.3.1, se sospecha que la regresión estimada es espuria, lo que significa que, este tipo de variables no mantienen una relación causal entre sí. Se dice que una regresión es espuria cuando el coeficiente de determinación (R^2) es mayor que el estadístico Durbin-Watson; en este caso, el valor de R cuadrado es más bajo ($R^2 = 0.937629$) el estadístico Durbin-Watson ($DW = 1.345723$), por lo que, se descarta la idea de trabajar con una regresión espuria. Además, el Durbin-Watson mejoró al ser casi cercano a 2, lo que indicaría que los problemas de autocorrelación desaparecieron.

En la misma tabla, se observa que los coeficientes de los parámetros son estadísticamente significativos, ya que su probabilidad no es superior al 5% de significancia, esto quiere decir que las variables (SF) y (PIB) pueden explicar a la variable dependiente (FBKF). Además, el signo estimado del coeficiente de la variable Isf resultó negativo, tal como se esperaba.

Tabla 4. Estimación del modelo de largo plazo

1996.1-2018.12

Variable dependiente: LFBKF			
Método: mínimos cuadrados ordinarios			
Periodo: 1996.2 - 2018.12 (después de ajustes)			
Variable	Coefficiente	Estadístico t	Probabilidad
C	-10.73839	-5.29624	0

SF	-0.078082	-2.283633	0.0248
PIB	1.614959	10.89238	0
R cuadrada	0.937629		
Estadístico Durbin-Watson	1.345723		
Probabilidad estadístico F	0		

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Mecanismo de corrección de error (MCE)

El MCE busca ligar el comportamiento de corto plazo de las variables con el comportamiento de largo plazo. Por su parte, ε corrige el desequilibrio a corto plazo. A continuación, se presentan las pruebas realizadas al residuo de la regresión; en la tabla 7.3.3 se observa que los residuos retardados en un período no tienen raíz unitaria, es decir, los residuos generados por la regresión son estacionarios; aunque su probabilidad sobre pasa el límite aceptado por centésimas. Al rechazar la hipótesis nula H_0 : de no cointegración, se concluye que los residuos son integrados de orden cero $I(0)$, y en consecuencia las series están cointegradas.

Tabla 5. Prueba de raíz unitaria para el error ()

1996.1-2018.12

Variable	Modelo	ADF	Probabilidad
E	Nada	-1.891914	0.0562*

Nota: La variable representa los residuos generados por la regresión. Para la prueba Dickey Fuller Aumentada (ADF, 1979); la hipótesis nula (H_0) propone que la variable tiene raíz unitaria. El asterisco (*) indica rechazo de la hipótesis nula en cada una de las pruebas.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2018).

Para comprobar que el modelo cointegra, se realiza una regresión entre el error diferenciado y esta misma serie rezagada un periodo (ver tabla 7.3.3). En este caso la probabilidad es 0, esto quiere decir que, el modelo cointegra, lo que refleja la presencia de un equilibrio a largo plazo.

Tabla 6. Prueba de cointegración para el error ()

1996.1-2018.12

Variable dependiente:			
Método: mínimos cuadrados ordinarios			
Variable	Coefficiente	Estadístico t	Probabilidad
	-1.282272	-12.47061	0
R cuadrada	0.641261		
Estadístico Durbin-Watson	1.818356		

Nota: La probabilidad con un valor menor o igual a 0.05 indica el rechazo de la hipótesis nula (H_0) y las series cointegran.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Modelo de corto plazo

Para la estimación del modelo de cointegración de corto plazo se agregaron los rezagos significativos de las variables SF y PIB, con la finalidad de analizar su impacto en el tiempo. Adicionalmente, se incorporó una variable binaria, (denotada como *dummy*) para solucionar los problemas de cambio estructural. El modelo resultante se especifica de la siguiente manera:

$$\Delta fbk = -0.114562 \Delta sf - 0.079131 \Delta sf_{t-1} + 1.810211 \Delta pib - 0.574113 \Delta pib_{t-1} + 0.764971 \Delta pib_{t-2} + 0.042385 \text{ dum} - 0.272301$$

Tabla 7. Estimación del modelo de corto plazo

1996.1-2018.12

Variable dependiente: Δ FBK

Método: mínimos cuadrados ordinarios

Periodo: 1996.2 - 2018.12 (después de ajustes)

Variable	Coefficiente	Estadístico t	Probabilidad
ΔSF	-0.114562	-3.081336	0.0028
ΔSF (-1)	-0.079131	-2.071792	0.0415
ΔY	1.810211	15.99087	0
ΔY (-1)	-0.574113	-5.287173	0
ΔY (-2)	0.764971	7.80752	0
DUM	0.042385	11.42217	0
	-0.272301	-2.721175	0.008
R cuadrada	0.877506		
Estadístico Durbin-Watson		1.671474	

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Como se observa en la tabla anterior, en primera instancia, la regresión estimada no es espuria, ya que, el valor de R cuadrada es menor al del estadístico Durbin-Watson; $R^2 = 0.877506 < DW = 1.671474$.

Además, todos los coeficientes de los parámetros son estadísticamente significativos, porque su probabilidad no es superior al 5% de significancia, esto

quiere decir que las variables independientes ayudan a explicar a la variable dependiente. De nuevo, el signo estimado del coeficiente de la variable ΔSF y su respectivo rezago resultó negativo, lo que es consistente con la hipótesis del desacoplamiento.

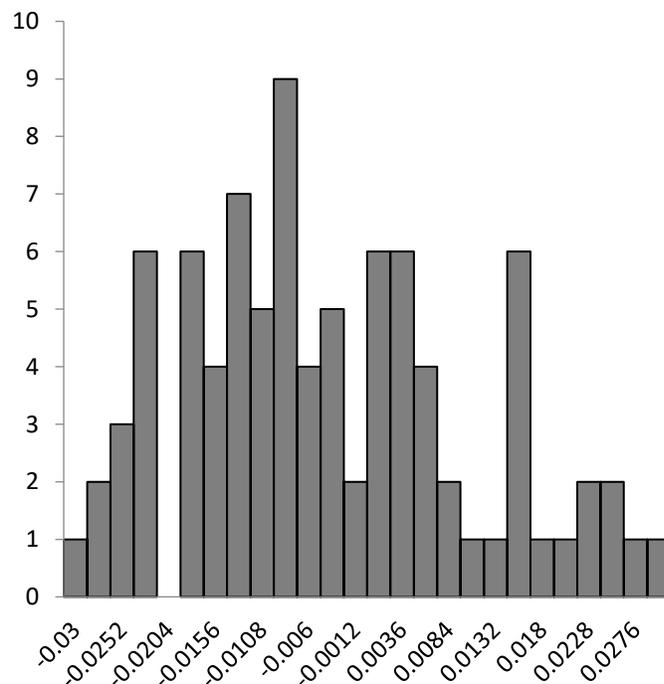
PRUEBAS DE CORRECTA ESPECIFICACIÓN

Normalidad

En la figura 7.4.1, se presenta un análisis del histograma, así como por el valor del estadístico Jarque Bera para corroborar que los residuos del modelo siguen una distribución normal. En este caso, la probabilidad del estadístico Jarque Bera (0.36) siendo mayor al 0.05, por lo que, no se rechaza la hipótesis nula, misma que indica que los residuos siguen una distribución normal.

Figura 7.4.1 Histograma

1996.1-2018.12



Residuos

Media	-0.001681
Mediana	-0.00408
Máximo	0.034749
Mínimo	-0.02863
Desviación estándar	0.015135
Varianza	0.408704
Curtosis	2.4278
Jarque Bera	3.650426
Probabilidad	0.161183

Nota: La probabilidad con un valor mayor a 0.05 indica el no rechazo de la hipótesis nula (H_0) de que los residuos se distribuyen como una normal.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Autocorrelación

Para saber si existe autocorrelación en las variables, se realizó la prueba Breusch-Godfrey (LM), y dado que las series son trimestrales, se aplicaron 8 rezagos, como muestra del comportamiento de dos años. En la tabla 7.4.2, se confirma que el modelo no presenta autocorrelación de los errores dado que las probabilidades están por encima del nivel de significancia (0.05).

Tabla 8. Prueba de Autocorrelación

1996.1-2018.12

Rezagos	Estadístico LM	Probabilidad
1	0.862067	0.3915
2	1.499033	0.1382
3	0.841567	0.4028
4	0.534149	0.5949
5	-1.260255	0.2116
6	0.644087	0.5215
7	1.407053	0.1637
8	0.581356	0.5628

Nota: Las probabilidades con un valor mayor a 0.05 indican el no rechazo de la hipótesis nula (H_0) de no autocorrelación entre los residuos.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Heterocedasticidad

Se busca que el modelo sea homocedástico, lo cual indicaría que la varianza del error es constante, por ello se realizó la prueba de heterocedasticidad de White. En

la tabla siguiente, se observa que las probabilidades son mayores al nivel de significancia de 0.05, por lo tanto, no se rechaza la hipótesis nula, y se dice que el modelo es homocedástico y su varianza es constante.

Tabla 9. Prueba de Heterocedasticidad (White términos cruzados)

1996.1-2018.12

Estadístico F	0.817087	Prob. F (28,59)	0.7164
Obs*R-cuadrada	24.58892	Prob. Chi-cuadrada (28)	0.6501
Escalar explicado SS	11.91886	Prob. Chi-cuadrada (28)	0.9966

Nota: La probabilidad con un valor mayor a 0.05 indica el no rechazo de la hipótesis nula (H_0) de homocedasticidad.

Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Forma funcional

A continuación, se usa la prueba Ramsey Reset para comprobar el supuesto de linealidad, es decir, que en el modelo no existen elementos no lineales. La tabla 7.4.4 presenta los resultados de esta prueba, y como se puede ver las probabilidades de los estadísticos t y F son significativas porque son mayores al 0.05 de significancia, por lo que se no se rechaza la hipótesis de que el modelo tiene la forma funcional correcta, entonces podemos decir que la estimación cumple con el supuesto de linealidad.

Tabla 10. Prueba linealidad (Ramsey Reset)

1996.1-2017.12

	Valor	Grados de libertad (df)	Probabilidad
Estadístico t	1.889926	80	0.0624
Estadístico F	3.571820	(1, 80)	0.0624
índice de probabilidad	3.843818	1	0.0499

Nota: La probabilidad con un valor mayor a 0.05 indica el no rechazo de la hipótesis nula (H_0) de que el modelo cumple con la forma funcional correcta.

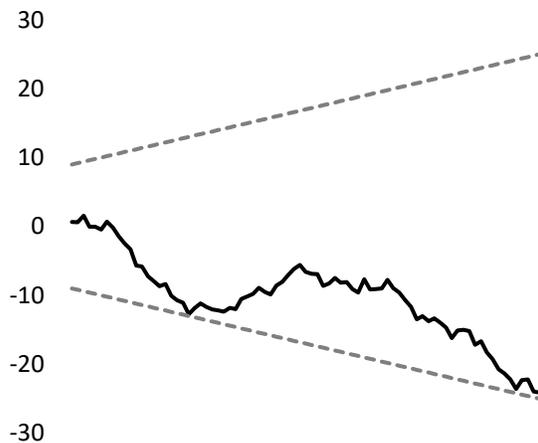
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Estabilidad

Para saber si el modelo presenta cambio estructural o no, se analizará de forma gráfica mediante la prueba de CUSUM y CUSUM-cuadrado. (o CUSUM Q), en las figuras 7.4.2 y 7.4.3, se muestra que ambas funciones, CUSUM y CUSUM Q, no salen de las bandas de control que representan los niveles al 5% de significancia, lo que indica que el modelo es estable, y no presenta cambios estructurales.

Figura 7.4.2 Prueba CUSUM

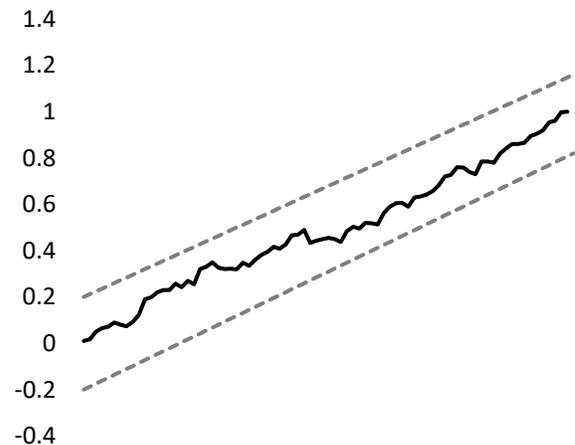
1996.1-2018.12



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

Figura 7.4.3 Prueba CUSUM Q

1996.1-2018.12



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2019).

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

A partir del análisis del modelo de cointegración se afirma que existe una desvinculación entre el sistema financiero mexicano y el sector productivo; el signo de la variable de los servicios financieros es negativo, lo cual confirma que el sistema financiero está desplazando al sector real. Por otra parte, el PIB tiene un alto impacto positivo sobre la inversión productiva, en congruencia con la teoría económica.

El estudio demostró la presencia del fenómeno de la desvinculación entre el sistema financiero y el sector real para la economía mexicana, en particular, el análisis de cointegración confirma que el sistema financiero se aleja cada vez más de la economía real, más no verifica la presencia de inestabilidad sistémica, como señala la visión postkeynesiana. Aunque, se demuestra que existen relaciones de largo plazo entre las variables, la inversión presenta una relación inversa con los servicios financieros, lo que indica que el sistema financiero sigue su propia dinámica, y deja de cumplir con su función principal dentro de la economía, como asignador de recursos.

De acuerdo con la información que arroja el modelo, el sector financiero no contribuye a financiar la inversión, por el contrario, utiliza los flujos de capital para obtener sus propios beneficios. Es importante aclarar que el que la actividad financiera crezca por encima de la productiva no es un aspecto del todo negativo, pero su impacto sobre el crecimiento y sobre el resto de sectores es mucho menor.

RECOMENDACIONES PARA FUTURAS INVESTIGACIONES

En términos de futuras líneas de investigación, se considera que el análisis del desacoplamiento debe realizarse desde un enfoque dinámico que permita entender los determinantes del aumento del tamaño del sistema financiero, y su relación con el crecimiento económico. Así como el efecto que tiene la extranjerización de los bancos, ya que, los bancos más poderosos que se encuentran en México son en su mayoría extranjeros. Por otro lado, es importante considerar que el análisis resultaría interesante si se realiza un comparativo con otros países, es decir, desde una perspectiva internacional.

CONCLUSIONES

Lo que fue, será, lo que se ha hecho, se hará;

no hay nada nuevo bajo el sol.

*Todo aquello de lo que se diga esto es nuevo
ya habrá existido en el pasado, antes de nosotros.*

Eclesiastés I, 9-10

La ruptura de los acuerdos de Bretton Woods que impulsaba, entre otras cosas, la desregulación económica, comercial y financiera, así como la búsqueda de una estabilidad macroeconómica, basada en el mantenimiento de un nivel de precios constante, hizo posible que las finanzas tomaran un papel primordial dentro de la economía.

Las consecuencias que se derivaron de este cambio, aunadas a los cambios tecnológicos y a la aparición de la financiarización de la economía, motivaron cambios significantes en la configuración de los mercados. En esta investigación se ha contemplado el análisis del desacoplamiento como un fenómeno que vulnera a las economías desde dos aristas: por el aumento de la promoción del trabajo decente y la flexibilización laboral.

En consecuencia, la actividad productiva se ha visto desplazada por la especulación. Diversos autores advierten de los efectos nocivos del desacoplamiento, además, existe evidencia empírica que respalda lo anterior, las crisis son un claro ejemplo de ello. Tras observar esta situación, diversos organismos internacionales proponen la implementación de políticas prudenciales, que, a partir de diversas políticas de supervisión y regulación, buscan dar mayor estabilidad al sistema financiero. Pese a la necesidad latente de analizar el sistema financiero, no existe aún un indicador generalizado que estudie su funcionamiento. En el caso de nuestro país, no se ha contemplado la construcción de un indicador que monitoree la actividad financiera en su conjunto, y su vinculación con la actividad productiva; cuyo estudio podría ser de bastante utilidad para la

implementación de estas estrategias y políticas económicas, en conjunto con medidas macro prudenciales.

La presente investigación se ha dedicado al estudio del desacoplamiento entre el sector real y financiero en México para analizar los cambios en las gestiones de la economía mexicana como respuesta a la financiarización. En la investigación se abordaron aspectos teóricos que argumentan el papel del sistema financiero en la economía, desde la escuela marxista francesa, la visión postkeynesiana de Minsky, y otras distintas visiones ortodoxas. También se realizó un análisis histórico y estadístico del funcionamiento de la economía mexicana, desde los años 70 a la actualidad, y su actuación ante los momentos de crisis. Finalmente, se presenta un modelo econométrico estimado por mínimos cuadrados ordinarios entre la formación bruta de capital fijo y los servicios financieros como proporción del PIB, que representan al sector real y financiero respectivamente. Los resultados del modelo econométrico validan la hipótesis planteada en la presente investigación, misma que acepta que el desacoplamiento se ha agravado en México.

Una vez concluida la tesis, parecería interesante aterrizar un análisis similar de algún sector de la economía en específico, o incluso se podría realizar un comparativo entre un grupo de países. También, resultaría interesante continuar trabajando con la construcción de un indicador del ciclo financiero para México, que monitoree la vinculación entre el sector financiero y el sector productivo de manera más precisa.

Por último, se sugiere continuar con el análisis del uso de una política de financiamiento comercial que incentive el crecimiento de la actividad productiva, con el objetivo de incrementar su participación en el Producto Interno Bruto, para a su vez contribuir a incrementar el crecimiento económico del país. Finalmente, se propone una revisión de la política industrial y financiera con los objetivos de elevar la eficiencia en la asignación de recursos para lograr el restablecimiento de las cadenas productivas y el desarrollo del mercado interno. Lo anterior para garantizar la liquidez que incentive la inversión, el desarrollo e innovación tecnológica, mejores condiciones del empleo y el crecimiento del producto.

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Castaingts, J. (2016). Campos, organizaciones, empresas y cambios estructurales. Un punto de vista a partir de la teoría, pp. 1-21.
- De la Garza, Óscar y Martínez, Raúl. (2014), *La desvinculación del sector financiero con la economía real en el caso mexicano: una prueba de cointegración*, Economía: teoría y práctica, Universidad Autónoma Metropolitana, México, Vol. 41, No.2, julio-diciembre, pp. 107-126.
- Dumenil, G. y Levy, D. (2004). "Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution", Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Fama, EF (1991). Mercados de capitales eficientes: II. *La revista de finanzas*, Vol.46, No. 5, pp. 1575-1617.
- Farhi, M. y Macedo M.A. (2009), "Crisis financiera internacional: contagio y respuestas regulatorias", Nueva Sociedad, No. 224, noviembre-diciembre, pp. 104-127.
- Flood, RP, y Garber, PM (1984). Colapsos de los regímenes cambiarios: algunos ejemplos lineales. *Journal of international Economics*, Vol. 17, No. 2, pp. 1-13.
- Gmech, F. (2006). La hipótesis de McKinnon-Shaw: treinta años después: una revisión de los desarrollos recientes en la teoría de la liberalización financiera
- Girón, A. y Chapoy, A. (2007) "Financiarización y titulización: un momento Minsky", *Economía UNAM*, Vol. 6, No. 16.
- Kaminsky, GL, y Reinhart, CM (2000). "Sobre crisis, contagio y confusión." *Revista de economía internacional*, Vol. 51, No. 1, pp. 145-168.
- Kaminsky, GL, y Reinhart, CM (1996). "Las crisis gemelas: las causas de los problemas bancarios y de balanza de pagos." *Revisión económica estadounidense*, Vol. 89, No. 3, pp. 473-500.

- Kaminsky, G.L, Reinhart, C.M. y Vegh, C.A. (2003), “The Unholy Trinity of Financial Contagion”, NBER Working Paper 10061, Cambridge, octubre.
- Krugman, P. (1979). Un modelo de crisis de la balanza de pagos. *Diario de dinero, crédito y banca*, Vol. 11, No. 3, pp. 311-325.
- Lapavitsas, C. (2009), “Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation”, *Historical Materialism*.
- Lapavitsas, C. y Dos Santos, P. (2008). “Globalization and Contemporary Banking: On the Impact of New Technology”.
- Lazonick, W. (2017). Las funciones del mercado de valores y las falacias del valor para el accionista.
- Lera, R. J. (2016). “Eugene Fama y la eficiencia de los mercados financieros”
- Levy, N. (2013), *“Dinero, estructuras financieras y financiarización. Un debate teórico institucional”*, México, UNAM-Editorial Itaca.
- Levy Orlik, N., y López, T. (2013). Financiarización y modelo de acumulación: aportes desde los países en desarrollo. México, D.F.: Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.
- Machinea, J.L. (2009), “La crisis financiera internacional: su naturaleza y desafíos de política económica”, *Revista de la CEPAL*, No. 97, abril, pp. 33-56.
- McKinnon, R., y Grassman, S. (1981). La represión financiera y el problema de la liberalización en los países menos desarrollados. En *El orden económico mundial* (pp. 365-390). PalgraveMacmillan, Londres.
- Minsky, HP (1986). “Estabilizar una economía inestable: las lecciones para la industria, las finanzas y el gobierno”.
- Minsky, H.P. (2010), “La hipótesis de la inestabilidad financiera”, *Revista de Economía Crítica*, No. 9, 1° semestre, pp. 244-249

- Morales, Andrés, y Rendón, Raúl (1997), "La bolsa mexicana de valores ¿realidad económica o especulación?", *Política y Cultura*, No. 0 (8), pp. 393-410.
- Núñez Estrada, Héctor (1998) Efecto Dragón: Repercusiones en la política financiera y en el mercado financiero de valores 1998, página consultada en noviembre 2019 de: <http://www.robertexto.com/archivo16/efecto-dragon.htm>
- Obstfeld, M. (1984). "Crisis racionales y autocumplidas de la balanza de pagos."
- Obstfeld, M. (1996). "Modelos de crisis monetarias con características de autocumplimiento." *Revista económica europea*, Vol. 40, No. 3, pp. 1037-1047.
- Quenan, C. (2013), "América Latina frente a la crisis económica internacional: buena resistencia global y diversidad de situaciones nacionales", *Idées d'Amériques*, No. 4, otoño, pp. 17
- Shaw, Es. (1973). Profundización financiera en el desarrollo económico
- Taboada, E. y Sámano, M. (2003), *Análisis de cointegración entre el sistema financiero y la economía real en México*, *Análisis Económico*, XVIII (39), pp. 142-166.
- Teitelbaum, A. (2010), *La armadura del capitalismo. El poder de las sociedades trasnacionales en el mundo contemporáneo*, Barcelona, Icaria Editorial.
- Toporowski, J. (2002). *El fin de las finanzas: inflación del mercado de capitales, derivados financieros y capitalismo de los fondos de pensiones*. Routledge.
- Toporowski, J. (2005). *Teorías de la perturbación financiera: un examen de las teorías críticas de las finanzas desde Adam Smith hasta nuestros días*. Edward Elgar Editorial.

- Uribe, J. (2011), "Contagio financiero: una metodología para su evaluación mediante coeficientes de dependencia asintótica" *Lecturas de Economía*, No. 75, Medellín, julio-diciembre, pp. 29-57.
- Uribe, M., Fierro, L., Velázquez, M. y Velasco, S. (2009). "Factores Institucionales que Influyen en la Decisión de Estructura de Capital de las Empresas en México." *Contextos económicos*, No. 22, enero-junio, pp. 49-64.
- Zavaleta, Osmar, y Urbina, Héctor (2011), "Mercados financieros y desarrollo económico: un análisis sobre México", *Ideas Concyteg*, No. 6 (68), pp. 226-235.