



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**Financiarización subordinada y
crecimiento económico: endeudamiento
de los hogares y desigualdad de la
distribución del ingreso en México
(1985-2020).**

TESIS

para obtener el título de

LICENCIADA EN ECONOMÍA

Presenta:

Gabriela Rivera Cortez

Directora de tesis:

Dra. Monika Ribeiro de Freitas Meireles

Ciudad de México

Marzo de 2023





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

Quiero agradecer la Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA) y al Instituto de Investigaciones Económicas, ya que, a través del proyecto PAPIIT “Finanzas transfiguradas e implicaciones para el desarrollo: metamorfosis de los actores financieros en economías emergentes” (IN302020) coordinado por la Dra. Monika Ribeiro de Freitas Meireles, me brindó un espacio de reflexión y debate, así como una beca que me permitió concluir mis estudios y desarrollar el presente trabajo.

A mi asesora de tesis, Monika Meireles, por enseñarme el amor por la economía y por su invaluable guía, aliento y generosidad a lo largo del proceso de investigación. A mis sinodales, el Dr. Juan Carlos Moreno Brid, la Dra. Fabiola Jesavel Flores Nava, el Dr. Marcos Santiago Avalos Bracho y la Dra. Elizabeth Guadalupe Concha Ramírez, por su apoyo, amabilidad y atenta asesoría sin los cuales no hubiese sido posible culminar esta tesis. Agradezco al Mtro. Daniel Aparicio, por los constantes y enriquecedores comentarios que hizo a mi proyecto de investigación durante mi estadía en el IIEc. Además, quisiera expresar un agradecimiento especial a mis compañeros del taller de tesis, por su disposición y valiosos comentarios.

A mis padres Gabriel R. y Luz C., por brindarme infinitas enseñanzas, apoyo e inspiración todos los días de mi vida. A mi hermana Paloma R., por ser mi mejor amiga, consejera y orgullo. A Kevin, por su infinito amor, paciencia y comprensión, y por ser mi compañero en toda aventura y proyecto. A Osvaldo, Nicole, Fernanda, Sofía y Karen, por ser mis cómplices inseparables durante toda la universidad y por enriquecer este trayecto con sus valiosa sabiduría y lucidez. Y, finalmente, a mí misma, por la paciencia, perseverancia y esfuerzo diario, y por siempre confiar en mis propios pasos.

Índice

Introducción general	4
Preguntas de investigación	7
Justificación de la investigación	7
Hipótesis	8
Objetivo general	8
Objetivos Particulares	8
Capítulo 1. Financiarización, estancamiento y distribución del ingreso: consideraciones teóricas.	9
1.1 Planteamiento marxista y discusión poskeynesiana	11
1.2 Financiarización subordinada	21
1.3 Estancamiento económico y desigualdad en la distribución del ingreso desde las teorías de la financiarización subordinada	25
1.4 Conclusiones parciales del capítulo	32
Capítulo 2. Reconfiguración del sistema financiero mexicano bajo la financiarización subordinada.	34
2.1 El proceso de financiarización en México	35
2.2 Transformación estructural del sector financiero y bancario mexicano	41
2.3 Tendencia histórica de los indicadores de profundización financiera y desarrollo	45
2.3.1 Penetración financiera	45
2.3.2 Extranjerización del sistema bancario y financiero	51
2.3.4 Evolución de los créditos al consumo y el endeudamiento de los hogares	54
2.4 Conclusiones parciales del capítulo	60
Capítulo 3. Financiarización subordinada, desaceleración del crecimiento y distribución del ingreso: un análisis econométrico.	62
3.1 Metodología econométrica	62
3.2 Análisis de las series de tiempo individuales	68
3.3 Conclusiones parciales del capítulo	73
Capítulo 4. Conclusiones generales	74
Referencias	78
Anexos	81
Anexo A. Estacionariedad y primeras diferencias de las series de tiempo.	81
Anexo B. Pruebas de hipótesis de la regresión estimada.	88

Introducción general

La expansión de la financiarización subordinada en México estuvo acompañada, consecuentemente, de un fuerte incremento en los flujos de capital financiero y ficticio extranjeros, así como de las ganancias derivadas de estas actividades. De manera simultánea ocurrió una desaceleración progresiva en el dinamismo del mercado y la inversión productiva, factores que repercutieron negativamente sobre el crecimiento económico y, como resultado, sobre las condiciones de los deciles poblacionales de menores ingresos, ampliando así la brecha de desigualdad de la distribución del ingreso¹. La coexistencia de este conjunto de eventualidades económicas se atribuye a los procesos de desregulación financiera a partir del año de 1985. Por lo que la presente investigación partió del análisis de tal periodo dando seguimiento a los cambios legislativos desplegados por la ola de liberalización, así como a la evolución de los indicadores financieros y de crecimiento, con el fin de confirmar la existencia de una relación inversa entre ambos factores.

Desde la década de 1980 se observó un auge en la expansión de la internacionalización financiera y el uso de crédito en las economías emergentes², sobre todo a partir de la crisis de deuda externa, a este fenómeno le siguió la financiarización del proceso de acumulación en la década siguiente. De acuerdo con la definición propuesta por Epstein (2005) este proceso implica el aumento del papel de los motivos, mercados, agentes e instituciones de orden financiero en la economía. Lo que se refleja en el dominio del capital financiero respecto del productivo, dentro de la circulación de capital de los corporativos. De manera que la acumulación de capital pasó a basarse en gran medida sobre la producción y comercialización de activos financieros, reduciendo así la inversión productiva y, en consecuencia, provocando el estancamiento en diversos sectores productivos de la economía y la reducción de la tasa de crecimiento.

¹ La pérdida de dinamismo, aunada a las recurrentes crisis de balanza de pagos, que experimentó la economía mexicana desde 1960 se ha resentido en el mercado de trabajo. Debido a que la generación anual de empleo es insuficiente y ha terminado por impulsar la informalidad y la expansión de la incidencia de la pobreza laboral (Moreno-Brid, Sandoval y Valverde, 2016:11).

² A lo largo del texto se emplea la conceptualización de *economías emergentes, periféricas o en desarrollo* como sinónimos. Haciendo referencia a la delimitación del enfoque centro-periferia propuesto por Prebisch, mismo que alude a los países de América Latina y el Caribe en su condición como “periféricos”.

Esto ocurre debido a que los capitalistas están más interesados en invertir en el sector financiero porque la tasa de ganancia es mayor, de manera que, en la actualidad, incluso las grandes firmas industriales se han convertido en entidades financierizadas. Esto provoca que aumente la capacidad productiva de los ahora complejos industriales-financieros y, como no hay un aumento de la demanda paralelo, se genera una sobreacumulación de capital que ya no está basada en la producción y, por lo tanto, se reducen las ganancias de este sector.

De manera conjunta a la “popularización” de esta clase de activos como medio de acumulación, los complejos industriales-financieros encontraron una fuente de ganancias en el ingreso personal de la población a través de la masificación de préstamos. Ya que la privatización de los servicios básicos obliga a ciertos sectores de la población a solicitar créditos al consumo, hipotecarios, estudiantiles, por contratación de seguros, entre otros. Esta forma de expropiación financiera surge entonces de la insuficiencia del ingreso personal neto que promueve el endeudamiento de los hogares.

A su vez, los cambios en la composición orgánica del capital con la que están operando las empresas, el dominio de los inversionistas como principales accionistas de las compañías que se encuentran interesados primordialmente en crear valor y ganancias para los propios socios y accionistas, y la masificación de créditos para financiar actividades no productivas, incentivan la desaceleración del crecimiento económico y el aumento en la brecha de desigualdad.

Así pues, el proceso de financierización en las economías periféricas se llevó a cabo bajo el marco de un modelo neoliberal de crecimiento, acompañado del empobrecimiento progresivo de la población ocupada y el aumento de la brecha de desigualdad. De lo que resultó más bien una *financierización subordinada*, la cual, aunque efectivamente hubo un importante desarrollo financiero, se caracterizó porque el crecimiento fue escaso y volátil. En el desarrollo bancario se le dio prioridad al crédito para el consumo sobre el productivo; y las condiciones laborales se fueron precarizando, lo que provocó el progresivo sobreendeudamiento de los hogares.

Siguiendo esta tendencia evolutiva del capitalismo, México se sumó a las políticas de desregulación financiera cuando en 1986 se autorizó a los bancos privados fijar las tasas de interés y los plazos asociados a las operaciones activas y pasivas, en 1989 se eliminaron los

cajones selectivos de crédito y el encaje legal. Y en cuanto a la regulación monetaria, en 1994 se estableció que el Banco de México, previamente establecida su autonomía, financiaría al gobierno federal por medio de operaciones de mercado abierto, mismas que inherentemente recaen en el mercado de la deuda pública.

En 1988 se le abrió paso a la Inversión Extranjera Directa (IED) para participar en el mercado de valores mexicano, bajo ciertas restricciones, y en 1999 se le dio total libertad de participación, incluso en actividades bancarias. Entre el 2001 y 2004, bajo el mandato de Vicente Fox, gran parte de la banca comercial privada se vendió a capital extranjero, lo que significó ampliar su participación en el ámbito crediticio, en la creación de fondos de inversión y en la bancarización de las nóminas salariales.

En México, la financiarización subordinada provocó el debilitamiento del aparato productivo nacional, la configuración de un sector bancario incapaz de solventar las necesidades de financiamiento productivo y la degradación de las condiciones laborales y de la generación de empleo. El alto grado de extranjerización de su sistema financiero y el incremento en la entrada de fuertes flujos de capital internacional ha estado acompañado de mayor inestabilidad en la estructura financiera del país. Además, la insuficiencia del ingreso personal que orilló a las personas a recurrir al endeudamiento para solventar su consumo básico, resultó en la expropiación financiera de los salarios, lo que favoreció la ampliación de la brecha de desigualdad y la desaceleración del crecimiento económico.

En una sociedad con un alto índice de préstamos destinados al consumo básico, como México, el ingreso personal se ve reducido de manera que cierto porcentaje es transferido hacia el sector financiero. Por lo que, en orden de comprender cómo y cuánto ha contribuido la financiarización en la desaceleración del crecimiento económico, se analizó el comportamiento de las series temporales del volumen de crédito a los hogares, el grado de financiarización y la masa monetaria de activos financieros respecto al PIB per cápita, entre 1996 y 2019. A partir de los resultados se formuló una aproximación teórica que buscó entender la configuración financiera de México, la manera en que se ha comportado la financiarización en el país y sus efectos sobre la distribución del ingreso.

Preguntas de investigación

1. ¿Qué es la financiarización y cómo se diferencia de la financiarización subordinada?
2. ¿Cuáles son las características de la financiarización en México?
3. ¿Cuáles fueron los cambios en la estructura del sistema financiero mexicano que permitieron la consolidación de la financiarización subordinada y cómo se ha modificado esta estructura a partir de ella?
4. ¿Cómo afecta la actividad financiera y bancaria a la expropiación de los salarios y en qué medida esto influye en la tasa de crecimiento nacional?

Justificación de la investigación

De acuerdo con Correa (2012), la expansión de la financiarización hacia los países subdesarrollados estuvo configurada por su propia heterogeneidad estructural y por la influencia de las relaciones de la economía global. Esto determinó el desenvolvimiento de una financiarización subordinada caracterizada por el aumento del comercio de activos financieros, el incremento de los créditos al consumo, fuga de capitales y una fuerte tendencia al estancamiento.

En México, este proceso se formalizó en la década de los 80 con la liberalización del comercio exterior, las masivas inversiones de capital extranjero y la desregulación de la banca privada. Esto transformó la estructura del sistema financiero nacional, permitiendo la formación de conglomerados industriales-financieros con tendencia a la acumulación de reservas. Asimismo, el predominio de un sistema bancario oligopolizado y recién extranjerizado aumentó el acceso al crédito destinado al consumo, elevando el endeudamiento de los hogares y priorizando la expropiación financiera de los salarios.

La investigación se considera pertinente al analizar la manera en que se experimentó la expansión de la financiarización en los países emergentes y su mecanismo de transmisión interno. En este sentido, busca primordialmente exponer la medida en que se relacionan los rezagos originados por el proceso de financiarización subordinada en México y su actual tendencia hacia la desaceleración del crecimiento económico y a una ampliación cada vez mayor en la distribución desigual de los ingresos.

Hipótesis

Esta tesis pretende demostrar la existencia de una relación inversa entre la expansión de la financiarización subordinada y el crecimiento económico, lo que incide negativamente en la distribución del ingreso en México. En ese sentido, se considera que el aumento de la desigualdad también se debe a la configuración oligopólica y extranjerizada en la estructura del sistema financiero mexicano que ha propiciado la profundización de la disminución sistemática de los ingresos netos, el creciente endeudamiento de los hogares y, por lo tanto, la expropiación financiera de los salarios.

Objetivo general

El objetivo de la presente investigación es estudiar las relaciones entre la financiarización subordinada, la ampliación de la brecha de desigualdad y el estancamiento económico. Partiendo de las características particulares que adoptó el proceso de financiarización en los países subdesarrollados y evidenciando las vulnerabilidades estructurales del sistema financiero mexicano.

Objetivos Particulares

- Analizar el proceso de financiarización desde los planteamientos marxistas y poskeynesianos, para posteriormente poder conceptualizar las particularidades de la financiarización subordinada.
- Delimitar las características de la financiarización desarrollada en México.
- Comprender la estructura del sistema financiero mexicano en relación con la arquitectura oligopólica de los gobiernos corporativos.
- Determinar la existencia de una relación negativa entre el grado de financiarización, la distribución del ingreso y el crecimiento económico.

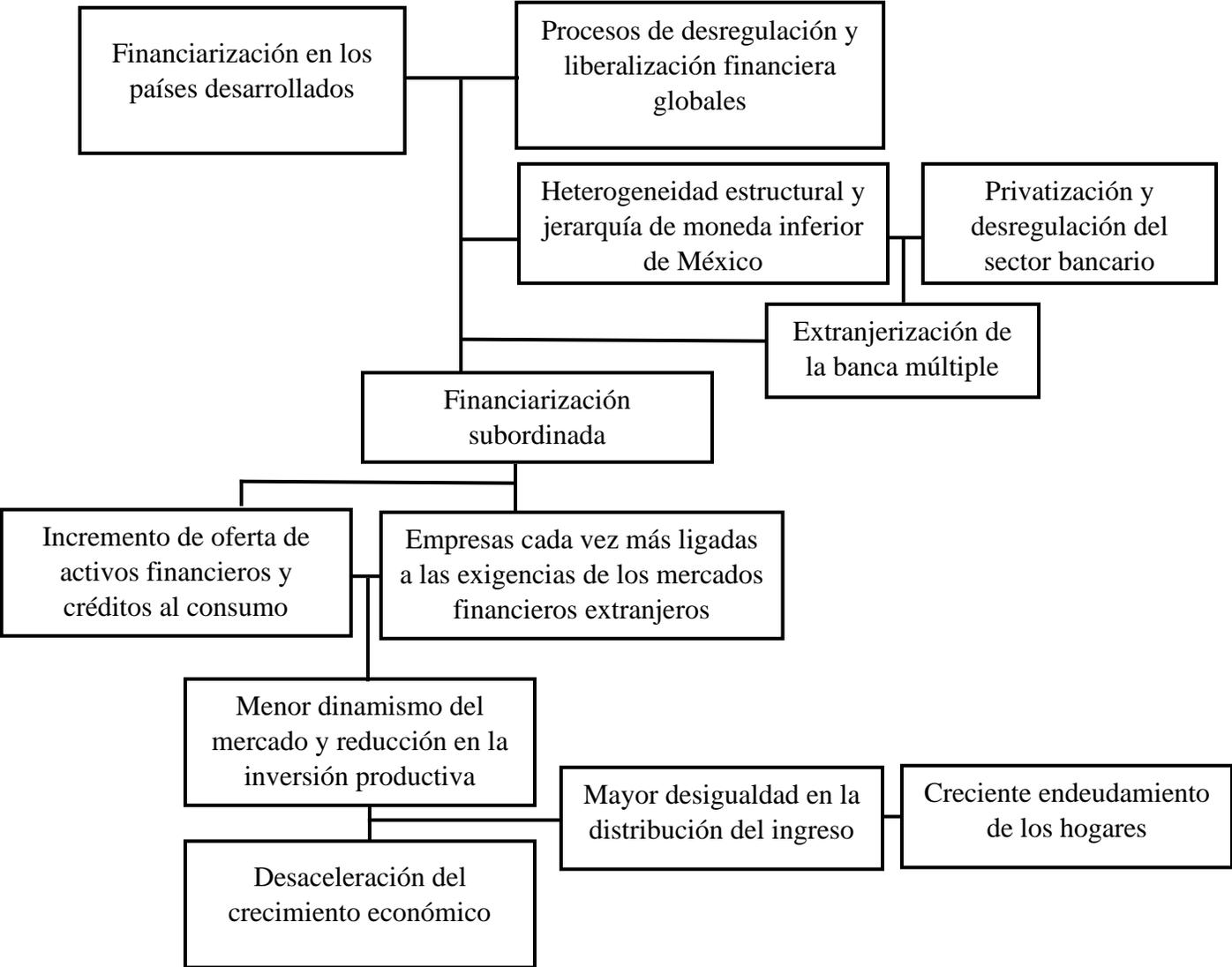
Capítulo 1. Financiarización, estancamiento y distribución del ingreso: consideraciones teóricas.

El proceso de financiarización ha sido analizado desde múltiples tradiciones teóricas, mismas que le han adjudicado diversos significados generando un continuo debate al intentar atribuirle una definición consensuada. Por lo que el presente capítulo tiene como objetivo presentar una revisión de las aportaciones más relevantes respecto al concepto de financiarización, dedicando el segundo apartado a la discusión entre los planteamientos marxistas, rescatando la postura de Sweezy (1942, 1994), Magdoff (1987, 2009) y Lapavistas (2009, 2011, 2012, 2017), y la escuela poskeynesiana, retomando este concepto desde Palley (2007, 2009), Engelbert Stockhammer (2007, 2012) y Epstein (2005), para a continuación presentar a una tercera vertiente analítica, correspondiente a la financiarización subordinada, característica de las economías subdesarrolladas. Esta última es el soporte del marco teórico para el planteamiento de la tesis, ya que las escuelas de pensamiento marxista y poskeynesiana han analizado el proceso de financiarización con base en los países desarrollados, por lo que, aunque sentaron las bases para el estudio de este fenómeno, no son compatibles en su totalidad con las condiciones estructurales e históricas de América Latina.

En este sentido, el tercer apartado del capítulo parte de la conjunción entre los dos fenómenos que impulsaron el proceso de financiarización subordinada: la propia financiarización en los países desarrollados y el incremento en la desregulación y liberalización financiera globales. Tales factores se introdujeron en economías con una jerarquía monetaria menor y una fuerte heterogeneidad estructural, como el caso de México, resultando en la subordinación de sus actividades financieras respecto a las exigencias de los mercados extranjeros. A su vez, esta sujeción impactó negativamente a las economías en desarrollo sobre diversos canales.

Por consiguiente, el cuarto apartado pretende caracterizar a tres de los elementos económicos que históricamente se han visto afectados por el proceso de financiarización subordinada: la distribución del ingreso, el endeudamiento de los hogares y el crecimiento económico, considerando especialmente las aportaciones de Branko Milanovic (2019) y Galbraith (1998), siguiendo de esta manera la lógica del proceso de la financiarización subordinada presentada en el esquema causal de la **Figura 1**. Finalmente, en el último apartado se presentan las conclusiones parciales del capítulo.

Figura 1. Esquema causal del proceso de financiarización hacia la desaceleración del crecimiento económico y el endeudamiento de los hogares.



Fuente: Elaboración propia.

1.1 Planteamiento marxista y discusión poskeynesiana

El concepto de financiarización apareció en la década de 1990³ en un contexto de transformación de la base de la acumulación capitalista. Ya que la expansión financiera que se había estado potenciando desde 1960 culminó en la modificación de los canales de financiamiento y de apropiación de ganancias, mismos que alteraron el ciclo del capital y, en consecuencia, del patrón de acumulación compuesto por las tres formas tradicionales del capital: dineraria, mercantil y productiva. En este sentido, los planteamientos de la corriente marxista que develan la transformación del dinero en las diferentes formas de capital antes mencionadas, hasta su evolución en capital financiero y ficticio, son el antecedente teórico de la concepción de financiarización que más tarde postularon autores como Sweezy, Magdoff y Lapavistas.

En el Tomo I de *El Capital*, Marx señaló que el dinero puede ser caracterizado como capital a partir de que este es sometido al proceso productivo en forma de inversión, siendo destinado a la adquisición de dos elementos esenciales: capital constante y capital variable. El capital constante se manifiesta en la compra de activos fijos o materiales de trabajo como maquinaria y materia prima, mientras que el capital variable se materializa en la expansión de la fuerza de trabajo. Esta última es la que permite crear valor dentro del proceso productivo y que, por lo tanto, modifica el resultado final del capital inicialmente invertido en su forma más simple: $D - M - D'$, conocida como el ciclo del capital dinerario. Donde D representa la inversión inicial, M a la mercancía que ha pasado por un proceso productivo y D' al dinero incrementado por un excedente en forma de plusvalor.

Posteriormente, Marx puntualizó que el origen del capital invertido D puede provenir de dos tipos de capitalistas: el industrial y el financiero. El primero corresponde a aquél que encomienda al capital dentro del proceso productivo, por lo que impulsa la forma de circulación $D - M - D'$. Mientras que el capitalista financiero surge de un nuevo tipo de capital monetario, denominado en el Tomo III como capital a interés, que permite satisfacer las necesidades de financiamiento para el desarrollo industrial, fungiendo como prestatario

³ De acuerdo con Epstein (2005), el término fue propuesto por primera vez por Kevin Phillips en 1993, en su libro *Boiling Point*.

para el capitalista productivo a cambio de una tasa de interés. De modo que Marx (1977) define a esta tasa como la proporción de dinero que el prestamista recibirá, al terminar un periodo determinado, por prestar su capital-dinero. Es decir, es el porcentaje de apropiación del capitalista financiero por el manejo positivo o negativo de determinado interés por parte del capitalista industrial. Siguiendo esta lógica, el capital a interés puede simular una cierta autonomía respecto al capital industrial, ya que ingresa al proceso de circulación como D y resulta en la forma D' sin que su propietario participe directamente en un proceso productivo. Pero esta es solamente una falsa apariencia, al respecto, Marx señaló que tal afirmación significaría un escenario en el que, dentro de un régimen capitalista de producción, la reproducción del capital puede continuar sin la existencia de un proceso de producción capitalista y que, al mismo tiempo, se estarían generando intereses sin generar plusvalía. Por lo que el ciclo del capital a interés es en realidad de la forma $D - D - M - D' - D'$, donde el dinero incrementado final es igual al dinero prestado más la tasa de interés acordada.

Consecuentemente, Marx (1977) distinguió entre dos tipos de crédito: el comercial y el bancario, señalando que el primero se refiere al crédito que circula entre los productores y comerciantes, el cual ocurre dentro del comercio y está conformado por las letras de cambio⁴, mientras que el segundo circula en los negocios bancarios y permite concentrar grandes masas de capital-dinero. Asimismo, el capital a interés es administrado por los bancos, quienes tienen la tarea de movilizar el capital-dinero prestable en forma de préstamos. Es decir, el banco es el cajero de los capitalistas industriales y, por lo tanto, todo capital-dinero que los productores y comerciantes tienen como fondo de reserva se va convirtiendo en capital-dinero prestable concentrado en las manos del banco. Por lo que estos fondos de reserva -que de otra forma estarían inactivos- se movilizan como préstamos. Lo que muestra que el banquero funciona como intermediario entre el verdadero prestamista y el prestatario. Además, los bancos tienen una segunda función esencial: la de recibir en depósito las rentas de sus clientes para posteriormente reembolsarlos a medida que estos lo soliciten para fines

⁴ Una letra de cambio que circula entre productores y comerciantes es una promesa de pago que funciona como una moneda de comercio que representa el derecho de apropiación de un valor futuro. Esta es la base del crédito, ya que en el sistema crediticio las mercancías se intercambian por promesas escritas de pago, que deben hacerse efectivas tras haber cumplido cierto plazo de tiempo (Marx: 1867).

de consumo. Por lo tanto, para Marx (1981) las dos funciones primordiales del banco se reflejan en la concentración y la distribución de capital.

Adicionalmente, Marx señaló que la fuente del capital prestable de los banqueros puede provenir de tres fuentes diferentes: del capital-dinero que estaba en manos de productores y comerciantes, de los depósitos de los capitalistas –permiten al banco disponer de él para otorgar préstamos—, y el dinero momentáneamente inactivo. Así pues, la misión de los bancos es facilitar los negocios, lo cual logran al fungir como representantes de todos los prestamistas de dinero frente a los capitalistas individuales y comerciales. Esto da pie a una serie de ventajas del papel que juega el crédito en la reproducción capitalista:

- a) Permite nivelar las cuotas de ganancia.
- b) Permite reducir los costos de circulación por tres medios diferentes: omitiendo el dinero por completo de las transacciones, acelerando la circulación del medio circulante al acelerar la velocidad de la metamorfosis mercantil y la velocidad de circulación del dinero; y sustituyendo el dinero por papel (títulos, letras, pagarés, etc.).
- c) Acelera la transformación de sociedades por acciones.
- d) La expansión del mercado mundial por medio de la abolición de la industria capitalista privada en la misma medida en que se va expandiendo el sistema accionario. Al mismo tiempo, el crédito pone capital ajeno a disposición del capitalista individual por medio del comercio mayorista.

Pero las actividades bancarias y las funciones del crédito traen consigo un fenómeno aparejado: la especulación. Esta surge de la baratura del capital, es decir, de las bajas tasas de interés. Debido a que un bajo interés representa un motivo para solicitar mayores créditos y el encadenamiento de capital crediticio puede generar burbujas especulativas.

Pero el uso de crédito dentro del sistema capitalista trae consigo otro fenómeno: el capital ficticio. Este fue identificado por Marx como “los activos financieros que no tienen un valor real” sino que más bien representan una expectativa de apropiación futura de un valor y cuya formación significa borrar al verdadero proceso de valorización del capital, lo que termina por reforzar la idea de que el capital es un autómatas que se valoriza a sí mismo y por sí mismo. Al respecto, señaló que gran parte del dinero que circula como depósitos de los

bancos se puede considerar como una forma de capital ficticio porque son fondos de reserva que expresan el volumen de dinero atesorado, y una parte de estos consisten en títulos que no constituyen de por sí ningún valor sino que están respaldados por un valor ficticio –como títulos de deuda pública, letras de cambio, acciones o hipotecas—.

En la década de 1910, Hilferding retomó el análisis de Marx para categorizar otra forma del capital dentro del sistema crediticio, el capital financiero, de la siguiente manera:

“La dependencia de la industria con respecto a los bancos es, pues, la consecuencia de las relaciones de propiedad. Una parte cada vez mayor del capital de la industria no pertenece a los industriales que lo emplean. No pueden disponer de él más que a través del Banco, que frente a ellos representa el propietario. Por otro lado, el banco tiene que fijar en la industria una parte cada vez mayor de sus capitales. Así, se convierte en capitalista industrial en proporciones cada vez mayores. Llamo capital financiero al capital bancario, esto es, capital en forma de dinero, que de este modo se transforma realmente en capital industrial” (Hilferding, 1910: 254).

Esta discusión da paso a las tesis sobre las sociedades por accionistas. Estas son definidas por Marx (1977) como empresas de capital social en las que los participantes intervienen a través de títulos o acciones y los dividendos se reparten en función del monto aportado por cada participante. Esto significa que las sociedades por acciones funcionan con capital monetario en forma de inversión que después de un tiempo generará cierto dinero incrementado D' . En este caso, el accionista recibe un monto de beneficio en proporción a las ganancias del capitalista productivo, ya que cuando interviene pierde su derecho sobre su capital monetario y, por lo tanto, el accionista ahora es dueño de un título sobre una parte del rendimiento próximo.

Tales sociedades facilitan la expansión de la escala de producción, lo que desemboca en la expansión de las empresas y en que algunas de ellas, que originalmente eran gubernamentales, se conviertan en empresas sociales. Permiten que el capitalista realmente activo se transforme en director o administrador del capital ajeno, y la transformación de los propietarios del capital en capitalistas dinerarios –que perciben el interés como la recompensa por la propiedad del capital, y que, con la separación entre el administrador del capital y su propietario, la ganancia termina por presentarse como mera apropiación del trabajo ajeno—.

Estas presuponen ciertas contradicciones para la acumulación de capital: un constante y veloz crecimiento en la producción de las industrias construidas por sociedades accionarias que se enfrentan a la cada vez más lenta expansión del mercado para estos productos, ya que la producción mensual podría ser absorbida en años. Lo que puede conducir a una sobreproducción general crónica, al descenso de los precios y de las ganancias y, a partir de ello, a posibles crisis.

Además, las sociedades accionarias permiten la centralización de capitales y la formación de monopolios, lo cual implica la reproducción de una nueva aristocracia financiera que Marx llama: un nuevo tipo de parásitos, en forma de proyectistas, fundadores y directores nominales que participan en un sistema de engaños que consiste en la emisión y negociación de acciones. Este sistema es una producción privada sin el control de la propiedad privada, ya que implica la abolición de la industria capitalista privada sobre la base del capitalismo, y al mismo tiempo su constante expansión hasta abarcar diferentes esferas productivas. Por lo que, al igual que Hilferding en su obra *Los monopolios capitalistas y los bancos. Transformación del capital en capital financiero*, sugiere la capacidad del capitalismo de transitar hacia la dominación del capital bancario sobre el productivo. En la definición de Hilferding:

El capital financiero se desarrolla con el auge de la sociedad por acciones y alcanza su apogeo con la monopolización de la industria (...) Pero son los bancos los que disponen del capital bancario y el dominio sobre ellos lo tienen los propietarios de la mayoría de las acciones bancarias. Es evidente que, con la concentración creciente de la propiedad, se identifican cada vez más los propietarios del capital ficticio, que da el poder sobre los bancos y los del capital (real), que da el poder sobre la industria. Y tanto más cuanto que hemos visto cómo el gran Banco se apodera cada vez más del capital ficticio (Hilferding, 1973, p. 253).

Paul Sweezy, representante de la *Monthly Review*, reconoció los avances de Hilferding en su trabajo “El triunfo del capital financiero” (1994), señalando que esta forma del capital tiene la tendencia convertirse en un “capital especulativo” capaz de autoexpandirse. Sweezy (1994) centró su análisis en el caso específico de Estados Unidos, y sostuvo que la acumulación de capital, tradicionalmente reconocida como la impulsora del sistema

capitalista por las escuelas clásica, neoclásica y marxista, se vio modificada a partir de la Segunda Guerra Mundial.

Desde la revolución industrial a mediados del siglo XVIII y hasta la segunda mitad del siglo XIX, la acumulación de capital se efectuó como una fuerza positiva que estimulaba el crecimiento de las empresas, mismas que se vieron beneficiadas por el desarrollo de los medios de transporte y comunicación, logrando acrecentar aún más su participación en los mercados. Pero en la medida en que las corporaciones se fueron expandiendo, tanto el capital como la mano de obra se vieron progresivamente agotadas, puesto que fueron exprimidos más allá del punto máximo de ganancia, por lo que a finales de la década de 1920 la acumulación de capital se detuvo abruptamente resultando en la Gran Depresión (Sweezy, 1994).

En este escenario se sentaron las bases para lo que más tarde resultaría en el dominio del capital financiero sobre el productivo, ya que los bancos y los propietarios de capital prestable, que hasta el momento se habían desempeñado principalmente en la oferta de crédito a corto plazo para la industria privada y en la de crédito a largo plazo para el sector público, comenzaron a desempeñarse como socios de los capitalistas industriales en mayor medida. Este fue un primer paso de la transición hacia el proceso de financiarización, ya que la estrecha asociación entre banqueros e industriales —por lo tanto, entre capital financiero y productivo— se mantuvo fuertemente ligada durante los siguientes 50 años, ergo, aún no se podía plantear la autonomía de las finanzas frente a las actividades productivas.

Mientras los estragos de la Gran Depresión se fusionaban con la economía de guerra entre el 1939 y 1944, los países desarrollados aprovecharon las fuerzas externas a la economía, derivadas del conflicto, para reactivar la acumulación de capital y conducir al capitalismo a una nueva edad de oro entre las décadas de 1950 y 1960. Pero dado que “ la naturaleza de la acumulación es eliminar la demanda que la estimula”, este sistema tiene una tendencia al estancamiento que le provocó una nueva etapa recesiva, misma que demandaría de un nuevo estímulo para incentivarse (Sweezy, 1994).⁵

⁵ De acuerdo con Sweezy (1994) las economías desarrolladas repararon los daños de la guerra, compensaron la escasez causada por la desviación de recursos de la producción civil durante la misma y aprovecharon las tecnologías desarrolladas con fines militares como la electrónica y los aviones a reacción, pero estos elementos conduciría potencialmente a una nueva tanda de guerras “frías y calientes”.

En consecuencia, desde los fundamentos de Paul Baran y Sweezy, expuestos en *El capital monopolista* y más tarde en la *Monthly Review*, la misma tendencia al estancamiento presente en el sistema capitalista provocó que el capital migrara hacia la inversión financiera en lugar de concentrarse en el sector real como solía ocurrir en las décadas anteriores, y es este fenómeno el que dio pie al “triumfo del capital financiero”.

Con esta aseveración, Sweezy (1942) se acerca al estudio de la financiarización explicándola como un resultado del propio estancamiento explicado desde “la ley del excedente creciente”. En la cual planteó que las macrocorporaciones generan un excedente creciente que después de un periodo de desarrollo sostenido tienden al estancamiento debido a una desproporción entre la extraordinaria capacidad productiva y una demanda insuficiente. En consecuencia, no existen incentivos para la inversión productiva y los capitales excedentes se transfieren al sector financiero, lo que finalmente se refleja en una tendencia alcista para la cotización de activos financieros (Magdoff y Sweezy, 1987).

Continuando con el análisis de la financiarización heredado por la escuela marxista, Foster y Magdoff (2009) reafirmaron que su origen parte del estancamiento en el capitalismo maduro y por su tendencia al subconsumo, además, señalaron que este fenómeno se ha convertido en la “fuerza motriz” del proceso de acumulación de capital y que se manifiesta en la expansión y dominio de la deuda por encima del Producto Interno Bruto de una economía. Por su parte, Foster (2010) definió a la financiarización como “el desplazamiento de largo plazo del centro de gravedad de la economía capitalista de la producción al sector financiero”.

Por otro lado, Costas Lapavistas (2011) explicó a la financiarización desde el análisis de la crisis de 2008-2009, caracterizándola como la crisis de la financiarización porque “la configuración particular del sistema capitalista en los últimos decenios ha puesto las finanzas en el centro de los acontecimientos”. Definió a este concepto como la orientación de las empresas capitalistas principalmente hacia los mercados financieros abiertos, de lo que se sigue un cambio en la dirección de la actividad bancaria, que pasó a incursionar fuertemente en la intermediación de los mercados financieros además de continuar con la cada vez mayor oferta de préstamos a particulares. Y, retomando el tema del estancamiento productivo que habían desarrollado Sweezy, Magdoff y Foster, puntualizó que los periodos recesivos del sistema capitalista –caracterizados especialmente por un aumento en el desempleo y por el

desplazamiento de la capacidad productiva— modificaron el origen y la forma de obtención de ganancias, ya que las corporaciones financieras se centrarían en extraer beneficios por medio de la expropiación financiera de los ingresos, tanto de otras empresas no financieras como de los hogares.

Lapavitsas distinguió también a dos elementos esenciales para comprender la relación entre el capital financiero y la acumulación de capital contemporánea. Separó al interés del beneficio del prestatario, que en el volumen 8 del tomo tercero de *El capital* se habían identificado como equivalentes⁶, indicando que el interés representa a los ingresos que se acumulan para retribuirle al prestatario (como un derecho adquirido por la posesión de capital prestable), mientras que el beneficio es más bien el ingreso que este logra acumular simplemente por su actividad como capitalista e impulsor de la producción (Lapavitsas, 2017: 131).

Por el contrario, otra vertiente teórica que analizó el fenómeno de la financiarización fue la poskeynesiana, caracterizada porque la mayoría de sus representantes coincidían en distinguir una relación causal que va de la financiarización hacia la desigualdad en la distribución de los ingresos. Además, en los postulados de esta escuela de pensamiento se señaló al estancamiento productivo como un resultado del mismo proceso de financiarización y no como una causa, como indicaban los teóricos marxistas. De aquí surgen, nuevamente, diferentes propuestas para analizar el fenómeno, entre las más destacadas se encuentran las ideas de Palley (2007, 2009), Stockhammer (2007, 2012) y Guttman (2009, 2008).

Epstein proporcionó la definición tradicional -y sumamente generalizada- de la cual partiremos para analizar los postulados de la financiarización poskeynesiana. Al respecto, sostuvo que “la financiarización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales” (2005: 03).

Pero en orden de formular una explicación más robusta de la financiarización, Palley (2007) definió a este concepto como un proceso resultante de la creciente influencia de los mercados,

⁶ Marx señaló que las ganancias netas, generadas tras un proceso productivo que fue impulsado por capital a interés, se separan entre las ganancias que corresponde al capitalista industrial (llamada ganancia empresarial) y las ganancias que corresponden al prestamista (Marx: 1867).

instituciones y élites financieras sobre la economía global. De lo que se sigue el dominio del sector financiero respecto al productivo y, por lo tanto, un cambio en el patrón de acumulación, ya que este pasa a dar prioridad a la maximización de los beneficios del sector financiero.

Thomas Palley (2009) propuso examinar el enfoque macroeconómico de la financiarización como un proceso de cuatro etapas históricas, para lo cual basó su análisis específicamente en Estados Unidos, pero sin dejar de recalcar que se trata de un fenómeno que desde la década de 1990 ya se había expandido a gran parte del mundo.

La primera etapa data del año 1945 al 1969, siendo la llamada Edad de Oro del capitalismo, y estuvo caracterizada por ser un periodo económico con pleno empleo y crecimiento acelerado, lo que benefició a la expansión del mercado bursátil. Dado que fue una etapa de bonanza económica, las empresas privadas, en su mayoría, no recurrieron al financiamiento externo, sino que costearon su inversión y pago de dividendos con su dinero interno.

En segundo lugar, se encuentra el periodo de “El capitalismo conflictivo de los setenta”, durante el cual comenzó una etapa de estancamiento e inflación, ya que después del boom de los años anteriores y el muy alto nivel de empleo comenzó un régimen de reducción de beneficio y, por lo tanto, de dividendos e inversión. Palley argumenta que la caída de los beneficios se debió “a los shocks petrolíferos de la OPEP y a los altos niveles de empleo y a la lucha sindical”, además de que las corporaciones que se desenvolvían en el mercado de valores secundario ya se veían obligadas a pagar los dividendos que habían elevado ingenuamente durante el boom.

Pero fue hasta el periodo de “el capitalismo de las adquisiciones apalancadas de los ochenta” que la economía global incubó formalmente el germen de la financiarización, siendo parte de la estrategia empresarial para hacer frente al rezago de la década anterior. Tal estrategia consistió en el endeudamiento del sector privado con el propósito de solventar sus deudas por apalancamiento, con el objetivo de devolver los fondos a los accionistas, permitir a las empresas financiar sus planes de inversión y aumentar el endeudamiento de las empresas, para así detener las demandas salariales de los trabajadores (Mishel, 2007 en Palley, 2009:43).

La siguiente etapa distinguida por Palley, denominada “el capitalismo del endeudamiento del consumidor de los años noventa y primera década del siglo XXI”, consistió en el creciente endeudamiento de los hogares. Ya que estos actuaron de manera similar a las empresas apalancadas del periodo anterior que buscaban una mayor liquidez y rentabilidad, situación que derivaría más tarde en la crisis de 2007. Finalmente, la última etapa, “Endeudamiento y estancamiento duradero”, estuvo caracterizada por las nuevas restricciones al endeudamiento de hogares y empresas implementadas tras la crisis de 2008. Lo que llevó a ambos actores económicos a amortizar su deuda y disminuir su gasto, reduciendo los préstamos bancarios y la demanda agregada.

Adicionalmente, Palley (2009) enunció a tres canales por medio de los cuales la financiarización afecta al proceso económico: los cambios en los mercados financieros –por ejemplo, los cambios en la valoración de las acciones, el crédito y el endeudamiento—, los cambios en el comportamiento de las empresas no financieras –como las políticas empresariales respecto al pago de dividendos, el apalancamiento y la financiación a las actividades de las empresas— y, en tercer lugar, los cambios en la política económica (desregulación de los mercados).

Por otro lado, Stockhammer (2007) también reconoció el carácter fundamental de la financiarización, mas no le identificó como elemento único, para comprender el funcionamiento macroeconómico contemporáneo. Este utilizó en sus análisis el concepto de “financiarización” indistintamente de “régimen de acumulación dominado por las finanzas”, al cual le adjudicó el origen de la crisis de 2007 y los efectos negativos en la distribución del ingreso característicos de tal periodo. Debido a los cambios en el patrón de acumulación, que pasó a estar orientado primordialmente hacia la maximización de los beneficios del sector financiero, generaron una pérdida de dinamismo en las actividades productivas y una progresiva desaceleración en el crecimiento económico global.

Al afectar al sector productivo, los ingresos laborales de la fuerza de trabajo empleada en este sector se vieron reducidos, generando estragos en el nivel de consumo y, por lo tanto, en el sector real de la economía. En este sentido Stockhammer (2012) señaló que el endeudamiento de los hogares, propiciado por el proceso de financiarización, funcionó como

un sustituto al aumento de los salarios y propició el incremento de la desigualdad en la distribución del ingreso y la tendencia al estancamiento de los salarios.

1.2 Financiarización subordinada

Las teorías marxista y poskeynesiana que analizaron el fenómeno de la financiarización hasta la década de 1990 estuvieron situadas en el contexto de los países desarrollados, específicamente en la historia de Estados Unidos y de las naciones europeas industrializadas. En ese marco, no es posible estudiar al desenvolvimiento de este proceso en América Latina desde tales posturas, puesto que la entrada de la financiarización a los países emergentes no fue puramente un producto del estancamiento interno, como señalaron los teóricos marxistas, ni de la preponderante transferencia de los ingresos y la inversión en el sector real de la economía hacia sus instituciones financieras, como argumentaban los dogmáticos poskeynesianos.

Kaltenbrunner (2016), propuso que el desarrollo de la financiarización en América Latina inició formalmente tras dos acontecimientos externos y entrelazados entre sí: el Plan Brady⁷ y la resolución de la crisis de deuda, ya que ambos factores provocaron la profundización de la adhesión de los mercados periféricos a los mercados financieros internacionales. Ya que este plan les abrió la puerta a los mercados de deuda como un factor fundamental en el financiamiento público por medio de los *Bonos Brady*, estos consistieron en bonos colocados en el mercado secundario, con el objetivo de reprogramar la parte de la deuda que no pudo ser sustentada por las instituciones financieras internacionales, por lo que permitieron la integración de los bonos como un activo de cartera internacional para los acreedores privados.

A su vez, el modelo de financiamiento propuesto en el Plan Brady, que implicó la integración de la política económica de los países latinoamericanos a los ajustes y reformas políticas del Fondo Monetario Internacional (FMI), elevó la dependencia de las economías emergentes hacia los mercados financieros internacionales. Lo que estuvo acompañado de cierta

⁷ Plan propuesto por el secretario del Tesoro de EE.UU. en 1989, Nicholas Brady, como una solución a la crisis de la deuda en América Latina.

“necesidad” por liberalizar al mercado de capitales, la tasa de interés y la privatización bancaria (Kaltenbrunner, 2016: 289). Tal liberalización se vio potenciada por el agotamiento de la estrategia de sustitución de importaciones en la década de 1980 y por los cambios en la política monetaria interna de muchos de los países latinoamericanos –como la independencia de los bancos centrales y la manipulación del tipo de cambio para mantener la estabilidad—

La apertura de los mercados financieros de los países emergentes le facilitó mayores vías de financiamiento a las empresas privadas, al sector público y a los hogares. Lo que significó, al mismo tiempo, amplias posibilidades de inversión para el capital extranjero, permitiendo con ello la integración financiera de las empresas de la periferia a la economía global. Así pues, la década de los 2000 se caracterizó por un masivo endeudamiento del sector corporativo frente al mercado de valores nacional y, en mayor medida, internacional, aumentando de esta manera su cantidad de deuda en moneda extranjera.

Para Kaltenbrunner (2017), el carácter *subordinado* del proceso de financiarización surge justamente de la posición subordinada que tienen las divisas de los países emergentes frente a aquellas dominantes en el sistema monetario internacional, las de los países desarrollados. Por lo que la penetración de los flujos de capitales transfronterizos dentro de las economías periféricas no solo significó la integración de los mercados financieros globales, sino también el dominio de un determinado grupo de instituciones financieras extranjeras.

Es decir, la subordinación de las finanzas de los países en desarrollo respecto a las hegemonías capitalistas globales es producto de la condición jerárquica del sistema monetario internacional, siendo analizada desde el concepto de “dinero mundial” propuesto por Marx (1976). Para quien el dinero mundial es el medio universal de pago y el exponente universal absoluto de riqueza.

El dólar ha tomado el papel de dinero mundial y, en consecuencia, de equivalente universal a partir de los acuerdos de Bretton Woods. De manera que esta divisa se localiza en la punta de la pirámide de la jerarquía de monedas con base en su mayor prima de liquidez, dejando en un segundo nivel a aquellas monedas superiores de élite de otros países centrales y, finalmente, en la base se ubican las monedas pertenecientes a los países periféricos (Cohen, 1998; Fritz *et al.*, 2018, como se citó en Villavicencio, 2021, p. 184).

La posición inferior de las divisas en Latinoamérica provoca que los flujos de capital, los tipos de cambio, las tasas de interés y los precios de los activos se encuentren sujetos a las fluctuaciones en el corto plazo (Meireles y Villavicencio, 2019: 99). Además, la incursión de estas economías dentro del mercado financiero mundial incrementó el volumen de capital extranjero circulando dentro de las mismas e impulsó el incremento del endeudamiento público y privado en moneda extranjera, mayoritariamente valuado en dólares, fortaleciendo su posición subordinada respecto a las economías capitalistas centrales.

Por lo tanto, hay claras diferencias entre la evolución de la financiarización en los países desarrollados y las economías rezagadas en América Latina que imposibilitan a las teorías marxista y poskeynesiana para analizar sus efectos en México idóneamente. Por lo que autores como Javier Lapa (2012), Eugenia Correa y Jeff Powell (2013) desarrollaron el análisis de la llamada *financiarización subordinada*. Para lo cual, conservaron el precepto básico de la financiarización que expuso Epstein, reconociéndola esencialmente como el predominio del sector financiero sobre el productivo.

Javier Lapa (2012: 07) explicó que la entrada de la ola financiera hacia la región latinoamericana trajo consigo cambios macroeconómicos, donde destaca que la expansión del sector financiero respecto al productivo ha resultado, en parte, del diferencial de rentabilidades y ha contribuido a la inestabilidad financiera, derivada del ambiente propicio a la especulación que genera; y microeconómicos, que significaron la preferencia por mayores márgenes de beneficio del sector financiero respecto al productivo, cambiando con ello el destino de la inversión y reduciendo la rentabilidad del sector productivo. Al respecto, señaló que la disminución de la reinversión productiva es la responsable de que la rentabilidad económica de los países de América Latina quedara subordinada a la financiera.

De esta manera, la acumulación capitalista ya no se funda en la inversión que maximice la producción, sino sólo en aquella que consiga hacerla rentable, aún a costa de contenerla, dado que opta por aumentar la tasa de rentabilidad a través de reducir el crecimiento de la composición orgánica del capital, con lo que se sacrifica a la inversión estructurada de largo plazo. (Lapa, 2012: 07)

La financiarización se expandió entonces hacia los mercados emergentes, mismos que le recibieron en un contexto de liberalización del sistema monetario y financiero, y dado que

las nuevas posibilidades de financiamiento se concentraban mayoritariamente en los mercados bursátiles y la oferta crediticia de los bancos, se configuró una nueva arquitectura financiera supeditada a los objetivos del capital financiero predominantemente extranjero. Es decir, los sistemas económicos emergentes quedaron subordinados a la nueva mecánica de capitalización, originada en las naciones más desarrolladas, basada en la maximización del rendimiento de los activos financieros.

Los cambios en la forma de acumulación capitalista y la pérdida de interés en el sector productivo de las economías trajeron consigo un impacto negativo para las condiciones laborales, puesto que las empresas contemporáneas modificaron su composición orgánica del capital para dar prioridad a la inversión en activos financieros. Esta reducción en los salarios netos ha sido compensada por medio del endeudamiento de las familias. Lo que, de acuerdo con Lapa (2012), es comprobable al observar el aumento en el porcentaje del ingreso de los hogares latinoamericanos que proviene del crédito.

Por otro lado, Jeff Powell (2013) ha argumentado que el capital extranjero, en su carácter monopolista-financiero, logró expandirse a escala global sin pasar por las limitaciones materiales del sector productivo y permitió canalizar los crecientes excedentes hacia la acumulación financiera, desplazando a la acumulación financiera, pero sin desligarse de ella. Al respecto, sostiene que la financiarización, aparentemente, se presenta como dos esferas separadas (la de la producción real y la de la valorización financiera), pero en realidad se trata de un único fenómeno por el cual la economía en su conjunto queda sometida a la mecánica del capital financiero.

Aunque el epicentro del proceso de financiarización se concentró en los países desarrollados, mismos que centralizaron la mayor parte del capital, este se expandió y manifestó de diversas maneras en las regiones externas. Para las economías en vías de desarrollo, esto significó un impulso para la relocalización del capital extranjero y se reflejó en la entrada de empresas y bancos transnacionales. En cuanto a esto, Powell indicó que la integración de las empresas industriales a los mercados financieros internacionales, la ampliación de las actividades bancarias, así como sus exuberantes ganancias y el creciente aumento del endeudamiento de los hogares son las características sistémicas que reflejaron la transformación estructural, en

las relaciones entre las empresas, los bancos y los trabajadores, derivada de la financiarización subordinada.

Por su parte, Alicia Girón y Eugenia Correa (2013) explicaron que el proceso de financiarización, específicamente para el caso de México, se potenció con la adopción de las políticas neoliberales posteriores al periodo de sustitución de importaciones. Y, consecuentemente, la firma del Tratado de Libre comercio le otorgó la condición de subordinación a la economía mexicana frente a la estadounidense. Lo que significó un freno para las posibilidades de desarrollo en este país y reconfiguró su condición de dependencia frente al exterior, ya que el nuevo régimen de acumulación está concentrado en manos extranjeras y pasó a estar basado en el rentismo y la especulación.

Finalmente, Correa (2012) coincidió con Powell y Lapavistas al identificar una serie de características correspondientes al proceso de financiarización subordinada: el escaso crecimiento económico, el debilitamiento del aparato productivo nacional, la conformación de un sector bancario incapaz de responder a las necesidades de financiamiento del sector productivo, una insuficiente generación de empleo y la paulatina pauperización de las condiciones laborales que, en consecuencia, genera un creciente endeudamiento de los hogares. Además, la financiarización genera una enorme masa de beneficios producto de la concentración de activos de capital ficticio, lo que desemboca en ciclos de especulación e incertidumbre capaces de dejar sin liquidez a las corporaciones y, en consecuencia, paralizar el sistema financiero.

1.3 Estancamiento económico y desigualdad en la distribución del ingreso desde las teorías de la financiarización subordinada.

Tradicionalmente, la teoría ortodoxa ha sostenido que existe una relación positiva entre la liberalización financiera, el crecimiento económico y la creación de empleo. Puesto que presupone que a mayor circulación de capitales mejor será la asignación de recursos financieros entre los diferentes sectores de la economía, y que la tasa de inversión, la creación de empleos y el ritmo de crecimiento se verán beneficiados porque tal asignación de recursos privilegiará a los proyectos más rentables (Villavicencio y Meireles, 2019). Pero la evidencia histórica ha demostrado que tras el comienzo del proceso de financiarización, tanto los países

desarrollados como aquellos que aún se encuentran en desarrollo han sufrido de consecuencias negativas sobre el crecimiento económico y la dinámica salarial.⁸

La mayor parte de los estudios realizados respecto a la relación entre la globalización financiera y la distribución del ingreso se han centrado en los países desarrollados⁹. Los cuales han coincidido en encontrar que la transferencia de ingresos, tanto a partir del sector productivo privado como de los propios hogares, hacia el sector financiero y la aceleración de la acumulación de capital dentro del mismo, pueden generar una divergencia entre la tasa de rendimiento del capital en forma de beneficios, dividendos, intereses o rentas, y el crecimiento del producto real (medido por el aumento anual de los ingresos y de la producción). Tal disparidad es una característica de la propia desigualdad en la distribución del ingreso, pues es un indicativo de que la mayor parte de la riqueza se queda estancada dentro de los percentiles superiores.¹⁰

Por otro lado, para los teóricos de la financiarización subordinada, los cambios en la composición de capital de las empresas y en el patrón de acumulación posteriores a la década de 1980, dominados por los intereses financieros, tuvieron efectos adversos distintos sobre las economías latinoamericanas. Puesto que, para las naciones en desarrollo, inicialmente la nueva dinámica financiera no incluyó de manera significativa a los hogares ni se reflejó en una importante concentración de activos de esta clase en manos del sector privado nacional, sino en la transferencia de riqueza financiera hacia entidades extranjeras. Con lo que, en suma, resultó en un panorama de menor dinamismo en el mercado, deploración del producto nacional y mayor endeudamiento de los hogares.

⁸ Aquí se contraponen dos ideas respecto al papel del crédito, por un lado, Schumpeter argumentó que este es un elemento esencial para la expansión del capitalismo debido a que permite la creación de poder de compra y, en consecuencia, la liberación de recursos para las nuevas combinaciones productivas. Mientras que, en Minsky, la extrema disponibilidad crediticia puede evolucionar hacia estructuras financieras frágiles y conducir a episodios de crisis financiera (Meireles, 2021; 2022).

⁹ En concreto, se puede retomar el análisis de Stockhammer (2009, 2012), quien argumentó que el proceso de globalización financiera es incluso más significativo estadísticamente que el desarrollo tecnológico para explicar el incremento en la brecha de desigualdad en los países desarrollados.

¹⁰ Piketty (2014) analizó la evolución de la distribución del ingreso en Estados Unidos entre 1917 y 2012, con lo que concluyó que la falta de regulación del mercado financiero permite la aceleración del ritmo de acumulación de los grandes inversionistas, concentrando la mayor parte de los ingresos en los percentiles superiores de la población.

De acuerdo con Schorr y Wainer (2019), este proceso estuvo impulsado primordialmente por el endeudamiento público, la dinámica de la fuga de capitales y la especulación con las monedas nacionales. Por lo que es posible analizar las relaciones entre la financiarización subordinada con el estancamiento económico y la consecuente agudización de la distribución desigual a partir de los tres vectores señalados.

Respecto al papel del factor endeudamiento, Girón (2010: 18) menciona que el empoderamiento de los grupos financieros condujo a la irracional imposición del pago de la deuda externa de los países latinoamericanos durante “la década perdida”, lo que propició la profundización de la pobreza e imposibilitó a la industria de los países desarrollados para expandirse sobre los mercados del sur. De manera que la región de América Latina se vio gravemente afectada por el aumento del pago del servicio de deuda externa, y para compensar la reducción del gasto público que se estaba generando, los gobiernos se vieron obligados a recurrir en gran medida al endeudamiento interno y a la privatización de algunos servicios, como la seguridad social.

Así pues, el aumento del endeudamiento público y privado en Latinoamérica se enfrentó en la década de 1990 al fenómeno de la globalización, obligando a la mayoría de estas naciones a introducir políticas de liberalización comercial y financiera. En consecuencia, la masiva entrada de capital extranjero dejó, tanto al aparato productivo como a los mercados bursátiles, primordialmente en manos foráneas, potenciando así la fuga de capitales. Con lo que se configuró la forma de acumulación financiera contemporánea en América Latina: una acumulación dependiente de la rentabilidad basada en la especulación del exterior.

Esta nueva configuración es un freno para el crecimiento sostenido en los países en desarrollo, ya que se trata de la formación de un nuevo tipo de Estado Depredador que obedece a los intereses financieros y que subordina a la población a las necesidades de la oligarquía financiera. Lo cual está facilitado por las políticas de austeridad fiscal que provocan un empeoramiento en la distribución del ingreso y una menor creación de empleo (Girón, 2015: 21).

Por otro lado, la reducción en la actividad productiva aunada a las políticas de austeridad – muy populares durante la última década en los países de la región latina— disminuyó el nivel de financiamiento público para el sector productivo, por lo que estas empresas han optado

por buscar apoyo en el exterior, de manera que el dinamismo interno de estas economías queda supeditado al creciente endeudamiento facilitado por las corporaciones financieras extranjeras. Por consiguiente, el aumento de la productividad de las empresas locales se enfrenta, por un lado, al reducido consumo nacional derivado de la ampliación de la brecha de desigualdad y, por otro lado, al endeudamiento en una divisa extranjera.

Además, las reformas en favor del desarrollo financiero modificaron la gestión del beneficio de las empresas no financieras, que pasaron a priorizar el garantizar su rentabilidad a corto plazo haciendo uso de diversos instrumentos financieros en lugar de reinvertir productivamente, lo que también desincentiva la creación de empleo. Por lo que el proceso de financiarización está relacionado con la insuficiente generación de oportunidades laborales y la pauperización de las condiciones de trabajo en economías emergentes (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

Asimismo, Levy (2017: 60) argumenta que la financiarización es una limitante estructural para el crecimiento económico porque el incremento desmedido de la actividad financiera por encima de las variables reales provoca cierta inestabilidad estructural en el sistema financiero, generando un “efecto desplazamiento” para la inversión. Esto reduce la actividad productiva y la creación de nuevos empleos. Además, el proceso de acumulación a partir del sector real se ralentiza, se concentra el ingreso y esto va acompañado de un estancamiento en los salarios.

Por su parte, Arturo Guillén (2021: 39) ha puntualizado que el proceso de financiarización refuerza el estancamiento de la inversión e imposibilita al aumento de productividad, debido a que una parte importante del capital excedente tiende a desviarse desde la esfera productiva hacia el sector financiero, en su búsqueda por retornos cada vez mayores. Lo que reafirma una relación negativa entre el proceso de financiarización y el dinamismo en el sector real de la economía.

La resultante desigualdad en la distribución de los ingresos, que ya señalaba Levy (2017) también está relacionada con la financiarización por medio del modelo de “valor para el accionista” del gobierno corporativo, ya que este tiene el objetivo primordial de incrementar rápidamente los rendimientos para sus accionistas, socios e inversionistas.

Aquí entran en juego los canales facilitados por el proceso de financiarización: como la recompra de acciones y la ampliación de la acumulación de activos financieros. Es decir, canales puramente especulativos que permiten impulsar el crecimiento de los ingresos de los accionistas y las sociedades financieras de manera desproporcionada. Lo que se refleja en una concentración de la riqueza cada vez mayor.

A ello se suma la problemática de la centralización de la renta en el sistema capitalista contemporáneo de las economías desarrolladas, denominado por Branko Milanovic (2019) como *Liberal-Meritocratic Capitalism*¹¹, quien señaló que existen ciertas fuerzas sistémicas que impulsan la creciente desigualdad en la distribución del ingreso, derivadas principalmente de la concentración de la riqueza.

En primer lugar, si la propiedad del capital se distribuyese de una manera equitativa, el aumento de la renta reduciría la desigualdad de los ingresos. Pero esto no ocurre así porque las rentas y la riqueza están altamente concentradas entre el reducido porcentaje de la población más rica y no entre las clases con medios o bajos ingresos. Esta concentración y centralización provoca que el aumento en las cuotas de ganancia se traduzca casi automáticamente en el aumento de la desigualdad interpersonal. Otro factor, relacionado con el proceso de financiarización, se encuentra en la tasa de rendimientos de los activos, ya que entre mayor sea el valor de los activos que tiene una persona, mayor es su tasa de rendimiento, lo que nuevamente exacerba la desigualdad (Milanovic: 2019).

En este sentido, las observaciones sobre la evolución del coeficiente de Gini expuestas por Milanovic en su libro *“Capitalism alone”* (2019), muestran que hay una gran diferencia entre la desigualdad con la que se distribuyen las rentas del capital frente a las rentas del trabajo, ya que estas últimas se reparten de manera mucho más desigual. Pero al mismo tiempo, la creciente participación del capital en la renta total tiene un efecto de impulso casi automático para el aumento de la desigualdad entre los individuos.

¹¹ Branko Milanovic (2019) hace referencia a que en esta forma del sistema capitalista no existen impedimentos legales, como la raza o género, para posicionarse en determinada posición social.

De modo que la desigualdad en la distribución del ingreso se puede ver agravada por la dinámica del propio proceso de financiarización dentro de las naciones en desarrollo, así como por la concentración de la riqueza global en los países desarrollados¹².

Por otro lado, tras la liberalización financiera y la ampliación de la oferta de créditos, los bancos comerciales modificaron sus actividades y se adentraron en la titularización de créditos y el comercio de contratos financieros. Además, convirtieron a las familias en sujetos crediticios facilitándoles principalmente préstamos destinados al consumo y a la adquisición de vivienda (Levy; 2015: 58).

Pero el creciente endeudamiento de las familias después del proceso de financiarización no fue resultado de la simple voluntad de estos agentes por engancharse a las amplias posibilidades de financiamiento. Sino que fue más bien una ruta de escape para compensar la insuficiencia de sus ingresos, mismos que se vieron afectados por la paulatina precarización laboral que trajo consigo el proceso de financiarización subordinada¹³.

Stockhammer (2012: 41) sostiene que el régimen de la financiarización modificó las relaciones de poder entre el capital y el trabajo, afectando a la distribución de la renta porque esta se desplazó bruscamente en favor del capital y rezagó aún más a los hogares. En consecuencia, los países tuvieron que hacer frente al déficit en la demanda, que ocasionó la pauperización de los salarios, por medio del endeudamiento. Es por ello que el consumo de los últimos años en los países en desarrollo ha estado impulsado por el endeudamiento.

Además de verse obligados a incurrir en altos niveles de endeudamiento para solventar sus necesidades básicas, los hogares ven afectado su ingreso por la propia oferta de créditos debido al pago de intereses y por los negocios de la banca de inversión que provee servicios

¹² Un estudio elaborado por Miguel del Castillo en 2017 mostró que la riqueza en México se ha visto acrecentada por la producción de activos físicos y por el crecimiento de los financieros, de manera que si esta se repartiera de manera equitativa entre la población, cada familia tendría en promedio 900,000 pesos en activos físicos. Pero la realidad es que dos terceras partes de la riqueza están concentradas en manos del 10% más rico del país y alrededor del 1% de la población más rica acaparan más de un tercio del total. Este panorama es alarmante, pero la repartición de los activos financieros es aún más desigual, puesto que el 80% de estos se concentra solo en el 10% más rico (Del Castillo, 2017:45).

¹³ Aquí es importante separar al ingreso de la riqueza, pues el primero consiste en un flujo, mientras que la riqueza se refiere a una medida del nivel (stock). El ingreso permite incrementar la riqueza, pero cuando los hogares se enfrentan una situación en la cual la suma de sus ingresos es insuficiente para cubrir sus necesidades, se ven obligados a recurrir a la venta de sus activos o al endeudamiento, lo que provoca una mayor desigualdad económica (Del Castillo, 2017:10).

financieros a trabajadores individuales. Lo que Lapavitsas (2009: 48) explica desde el concepto de *expropiación financiera de los salarios*¹⁴. Esta consiste en la extracción de ganancias financieras directamente de los ingresos personales de los trabajadores.

En este sentido, los créditos al consumo de los trabajadores se han convertido en una de las actividades favoritas para el sistema bancario porque, a diferencia del financiamiento a las corporaciones, suele tratarse de préstamos de menor monto y con mayor probabilidad de impago, por lo que las tasas de interés tienden a ser más altas que en el resto de sus servicios de crédito. Al respecto, Lapavitsas relaciona al beneficio de los intereses por expropiación financiera con el beneficio usurero expuesto por Marx, afirmando que estas ganancias surgen a medida que los consumidores pasan a depender del dinero como medio de pago y “el interés recibido por el usurero se deriva de los retornos monetarios que se acumulan tanto para los productores como para los consumidores” (2009: 62).

Es decir, el agregado de trabajadores de menores ingresos que no logra sufragar el total de sus gastos con su salario y, en consecuencia, se ve empujado a solicitar uno o diversos créditos, se condena a destinar una parte de su entrada de capital para alimentar a la masa de líderes financieros —de por sí ya sobrealimentada— durante la vigencia de la deuda contraída. De manera que periódicamente son despojados de una fracción de sus ingresos, misma que se ve convertida en un combustible más para la financiarización de la vida cotidiana¹⁵.

La expropiación financiera de los salarios y el incremento en las actividades de la banca múltiple terminan por empujar a los hogares al centro de las burbujas financieras. Dado que resolver los problemas derivados de la falta de solvencia de las familias y el precario acceso a servicios básicos de calidad, por medio de los servicios crediticios de intermediarios privados, es condenar a estos estratos socioeconómicos a los intereses del capitalismo rentista. Además, los bancos centrales han demostrado históricamente actuar con indulgencia ante la

¹⁴ Lapavitsas (2009: 49), identifica que la tendencia a la acumulación de ganancias para los líderes de las finanzas y la industria, así como para funcionarios financieros como abogados, contadores y analistas técnicos, aparece como el regreso del rentista de una manera moderna, donde estos extraen ingresos tanto de su posición en relación al sistema financiero como del cobro de intereses de bonos.

¹⁵ De acuerdo con Lapavitsas (2011:48) esto impulsa la creación de nuevas capas de rentistas que se definen en mayor medida por el hecho de tener cierta relación con el sistema financiero que por la propiedad sobre capital prestable.

avaricia de la industria financiera, mas no hacia los actores financiarizados de menor talla como los hogares, siendo este el sector más afectado¹⁶.

En tanto, el mercado crediticio interno se amplió masivamente como resultado de la insuficiencia de recursos propios de los hogares para solventar su consumo –siendo este un fenómeno resultante de la concentración de la mayor parte de las riquezas en los deciles socioeconómicos más altos de la población—. Asimismo, el incremento en la oferta de créditos elevó el acceso a una mayor liquidez para los agentes económicos públicos y privados, y modificó la estructura interna de las empresas. Estas fueron incapaces de absorber productivamente gran parte de tales recursos de financiamiento, con lo que pueden impulsar la propagación de un fenómeno especulativo que propicia aún más la concentración de ganancias financieras y desincentiva el crecimiento en los países en desarrollo.

1.4 Conclusiones parciales del capítulo

A pesar de que la discusión por definir puntualmente al concepto de financiarización se ha extendido desde las últimas cinco décadas sin llegar a una idea unánime, tanto los teóricos de clave marxista como poskeynesiana que se expusieron en el segundo apartado de este capítulo coinciden en afirmar que el proceso de financiarización significó una masiva expansión global de las actividades, intereses y mercados financieros, que llegaron a superar al sector productivo de la economía. Este fenómeno, originario de los países capitalistas desarrollados, se sobrepuso al resto de las economías modificando su modo de acumulación, su sistema financiero, sus mercados e incluso sus relaciones sociales.

Los diversos estudios de la financiarización subordinada, expuestos en este capítulo, coinciden en señalar que las economías latinoamericanas, si bien lograron elevar la

¹⁶ Al comienzo de la década del 2000 ocurrió en Estados Unidos una explosión de préstamos hipotecarios que alcanzó los \$1,75 trillones de dólares en créditos subprime entre 2004 y 2006. Donde la mayor parte de la población endeudada pertenecían a las partes más pobres de la clase trabajadora de este país. Lo que eventualmente se convirtió en un desastre debido a la incapacidad de pago de este sector, poniendo a millones de personas en riesgo de indigencia (Lapavitsas, 2011:50). En respuesta, ante el estallido de la crisis del 2008, el gobierno estadounidense nacionalizó a dos de las más grandes corporaciones hipotecarias, Freddie Mac y Fannie Mae. Y la Reserva Federal de Estados Unidos (FED) anunció el rescate de la mayor aseguradora del país, American International Group (AIG), por medio de un préstamo de \$85,000 mdd. Pero, de acuerdo con la *National Coalition for the Homeless* (2009), para junio de 2009 se habían perdido al menos seis millones de puestos de trabajo como resultado de la crisis y en promedio del 10% de los clientes de cada institución hipotecaria se quedó sin hogar.

rentabilidad de su capital financiero posteriormente al periodo de liberalización y gracias a la expansión de la financiarización, este capital quedó en manos de residentes extranjeros, disfrazado de crecimiento y dinamismo en los mercados. Pero la historia económica de esta región muestra que los verdaderos intereses de la financiarización van mucho más allá de la priorización a la acumulación de capital financiero, ya que este fenómeno ha resultado en la configuración de un Estado gobernado por la oligarquía predominantemente extranjerizada. El cual concentra y acumula la mayor cantidad de beneficios obtenidos a partir de las operaciones bursátiles.

Tal oligarquía bancaria y financiera priorizó la comercialización de sus múltiples instrumentos financieros y métodos de endeudamiento (acciones, bonos, derivados, fondos, créditos, seguros, etc.), que en esencia son diferentes presentaciones de una misma sustancia: capital ficticio. Con lo que, como se mostró en la **Figura 1**, la inversión de capital se desplazó del sector productivo, impactando negativamente sobre la masa de trabajadores asalariados, y terminó por trabar las posibilidades de crecimiento para los países en vías de desarrollo. Los cuales, dada su fragilidad económica y su configuración interna, quedaron sujetos - subordinados- al capital financiero extranjero.

Capítulo 2. Reconfiguración del sistema financiero mexicano bajo la financiarización subordinada.

El presente capítulo busca explicar la configuración del proceso de financiarización subordinada en México, como un fenómeno impulsado por la adopción del modelo de crecimiento neoliberal durante la década de 1980, señalando cómo ha impactado la formalización de este proceso sobre el comportamiento y la composición del sector bancario y los gobiernos corporativos entre 1985 y 2020, así como su impacto sobre los indicadores de profundización financiera del país. En este sentido, el capítulo se encuentra dividido en cuatro apartados, en el primero de ellos se describen los acontecimientos históricos que permitieron la formalización de la financiarización subordinada en México. El segundo apartado expone cómo fue la transformación estructural del sector financiero mexicano, vinculando los cambios legales y las reformas implementadas por el gobierno con la evolución del sector financiero privado. Como un tercer elemento, se presenta un análisis de la transformación del sistema bancario y de la composición del capital de las corporaciones privadas prestadoras de servicios crediticios, exponiendo cómo las reformas al sector financiero permitieron la conformación de una banca que prioriza el crédito al consumo por encima del destinado a la producción, propiciando el sobreendeudamiento de los hogares y el estancamiento del crecimiento económico. Finalmente, el último apartado exhibe la tendencia histórica de los indicadores de profundización financiera y desarrollo, con el propósito de comprender la transformación histórica de las actividades financieras y el escaso y volátil crecimiento económico en el periodo de estudio. Para lo cual, se presenta un análisis estadístico descriptivo de la evolución en la tasa de crecimiento del PIB, de los créditos al consumo, el nivel de endeudamiento de los hogares, el grado de apertura comercial, el porcentaje de capitalización bursátil, el pago de dividendos y la variación en la distribución del ingreso.

2.1 El proceso de financiarización en México

El proceso de financiarización se consolidó en los países desarrollados como efecto de la crisis de la década de 1970, que significó el agotamiento del sistema fordista-keynesiano, y estuvo impulsado especialmente por una serie de reformas estadounidenses al sistema financiero internacional que implicaron la desregulación del mismo, como la disolución del Acuerdo de Bretton Woods¹⁷ y la derogación de la Ley Glass-Steagall¹⁸. De acuerdo con Lapa (2017: 17), la liberalización y desregulación de los mercados financieros provocó una mayor demanda de instrumentos financieros como futuros, opciones, derivados y fondos de cobertura, como medio para incrementar y mantener las ganancias, posteriormente a la crisis de los años 70.

Aunque el epicentro del auge de la financiarización se situó en Estados Unidos, esta ola de desregulación se extendió de manera global, insertándose en México durante la segunda mitad de la década de 1980, durante la presidencia de Miguel de la Madrid, cuyo gobierno es identificado como el comienzo de la apertura económica y desregulación financiera que daría entrada a la etapa del neoliberalismo.

A finales de la década de 1970 e inicios de 1980, el país se encontraba bajo una aguda crisis fiscal y de balanza de pagos como resultado del desequilibrio presupuestal que trajo consigo el colapso del mercado petrolero y el cierre del acceso a los circuitos financieros internacionales (Moreno-Brid, Sandoval y Valverde, 2016:07). Lo que llevó a las autoridades gubernamentales mexicanas a decretar una moratoria de seis meses, entre agosto de 1982 y enero de 1983. En consecuencia, la entrada de Miguel de la Madrid a la presidencia estuvo situada justamente durante el periodo de suspensión de pago de la deuda externa.

¹⁷ Esto significó la desaparición del Sistema Monetario Internacional (SMI) que establecía un orden económico financiero con tipo de cambio fijo, mismo que estaba sustentado en el dólar estadounidense, lo que le abrió paso al tipo de cambio flotante, al mercado privado de divisas y la especulación cambiaria (Vargas, 2011).

¹⁸ Fue establecida en 1933 con el fin de separar las actividades comerciales y de banca de inversión. Pero en 1999 la Ley Gramm-Leach-Bliley, aprobada bajo la administración del entonces presidente Clinton, permitió la creación de la banca universal, uniendo las operaciones de las instituciones financieras comerciales y de inversión bajo una misma estructura.

Ante este panorama, el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales (BPI) le extendieron al país un mayor crédito en dólares a cambio de un incauto inicial de 6,000 millones de dólares y bajo dos condiciones adicionales: que tal financiamiento fuese utilizado para rescatar a los bancos privados, de modo que el sector público asumiese su deuda, y que simultáneamente el gobierno comenzara a aplicar las medidas de ajuste estructural recomendadas por el FMI y el Banco Mundial¹⁹.

En tanto, al comienzo de la presidencia de Miguel de la Madrid, en diciembre de 1982, imperaba un ambiente de desconfianza por parte del sector privado y una fuerte intervención del Estado sobre la actividad económica. Ya que su antecesor, el expresidente López Portillo, cerró sus últimas semanas de gobernanza estableciendo un monopolio estatal en el servicio de banca y crédito por medio de modificaciones al artículo 28 constitucional, mismas que fueron rechazadas por la Suprema Corte de Justicia de la Nación a inicios del año 1983. Como un intento de reconciliación y equilibrio entre los intereses privados e izquierdistas²⁰, el presidente en turno dictó modificaciones a los artículos 25 y 28 que permitían al sector bancario privado tener una participación del 33% dentro del capital de los bancos, lo cual, aunque beneficiaba parcialmente los intereses del sector privado, no logró sanar la relación entre el Estado y los empresarios, y terminó por fracturar aún más la división entre este grupo y los izquierdistas.

Pero el verdadero cambio estructural comenzó en 1985, cuando se eliminó gran parte de las políticas de proteccionismo a las importaciones, se redujeron los gravámenes arancelarios y México se adhirió al Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT), como medidas de apertura comercial. Además, en 1986 se autorizó la determinación de los plazos de las operaciones activas y pasivas, y de las tasas de interés, por parte de la banca privada,

¹⁹ El ajuste estructural frecuentemente es subdividido en dos etapas. Primero, una estabilización "a corto plazo" que consiste en un proceso de devaluación, austeridad y déficit presupuestario, liberalización de los precios, desindexación de los salarios y fijación de precios de los productos petroleros y de los servicios públicos. Posteriormente, la segunda fase llamada propiamente "ajuste estructural" consiste en la búsqueda por la estabilidad macroeconómica a través de la liberalización del comercio y el sistema bancario, la privatización de la tierra, la flexibilización del mercado de trabajo y la incorporación del sistema de ahorro de pensión mediante capitalización (Toussaint, 2004).

²⁰ Al comenzar el periodo presidencial de Miguel de la Madrid, el sector privado esperaba que se revocara la nacionalización bancaria, mientras que la izquierda esperaba la profundización de la participación del Estado en la economía (Cárdenas E., 2010).

adicionalmente se eliminó la obligación de mantener cierto porcentaje de encaje legal dentro de su capital, como medidas de desregulación financiera. Con lo que Miguel de la Madrid cerró su gobernanza impulsando un alto dinamismo en las relaciones exteriores de México.

Las políticas de liberalización comercial significaron un fuerte impulso sobre las importaciones y exportaciones, específicamente para el sector exportador manufacturero, pero paradójicamente, estuvo acompañado de una caída en el ritmo del crecimiento del PIB. Lo que, de acuerdo con Moreno-Brid, Sandoval y Valverde (2016:16), se puede explicar, en parte, por la importante caída en la inversión pública entre 1982 y 1987, misma que a partir de 1988 se vio compensada por el incremento en la inversión privada. Pues los periodos recesivos en los ciclos de inversión tardan más que el PIB en recuperar su nivel máximo alcanzado durante el ciclo anterior, impactando negativamente sobre el crecimiento económico de largo plazo.

En el mismo orden de ideas, esta transformación en la regulación comercial y financiera continuó e incluso se potenció durante el periodo presidencial siguiente, encabezado por Salinas de Gortari. En cuanto a las modificaciones que se establecieron hacia las finanzas públicas posteriormente a la presidencia de Miguel de la Madrid, resalta la autonomía constitucional del Banco de México en 1993, con lo que se transformó la forma de financiamiento al gobierno público, que ya no sería por medio de instrumentos monetarios sino con operaciones de mercado abierto, es decir, de deuda pública. Así como la liberalización de los fondos de pensiones de los trabajadores en 1992, por medio del Sistema de Ahorro para el Retiro²¹ establecido con la reforma de las leyes del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), el Infonavit y el ISSSTE. Lo que convirtió a la administración de los

²¹ Padilla Ulloa (2017:204) indica que este Sistema de Ahorro de Retiro estaba basado en un régimen de capitalización individual con una serie de limitantes y especificidades: (1) los bancos únicamente estaban autorizados a abrir cuentas, individualizar los recursos y llevar el registro contable de las aportaciones del seguro de retiro y de vivienda, emitir estados de cuenta y transferir los recursos del seguro de retiro al Banco de México (Banxico) y los de vivienda al Infonavit y al Fovissste; (2) el saldo de las subcuentas de vivienda pagaban intereses en función del remanente de la operación de los fondos nacionales de vivienda (Infonavit y Fovissste); (3) Banxico invertía los recursos de las subcuentas de retiro en créditos a cargo del gobierno federal; (4) la Secretaría de Hacienda y Crédito Público determinaba la tasa de interés que pagarán dichos créditos y que no puede ser menor al 2% real anual, descontada la comisión; y (5) la SHCP definía la comisión máxima pagada a los bancos por administración de las cuentas.

fondos de seguros en un negocio susceptible a las inversiones financieras y, por lo tanto, la especulación.

Por otro lado, durante la presidencia de Salinas de Gortari se establecieron nuevas negociaciones que marcarían una alianza con algunos de sus principales socios comerciales: en 1986 se adhirió a la Asociación Latinoamericana de Integración (ALADI); en 1988 firmó con la Cuenca del Pacífico; en 1989 se incorporó al esquema de Cooperación Económica del Pacífico Asiático (APEC); en 1990 participó en la creación del Grupo de los Tres integrada por México, Colombia y Venezuela; y en 1991 se suscribió al Tratado de libre comercio con Chile y, en los años siguientes firmó acuerdos con Costa Rica (1995), Colombia y Venezuela (1995), Bolivia (1995) y Nicaragua (1998), (CEPAL, 2000:23). Para 1994, se llevó a cabo la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, el cual materializó la relación con los socios más importantes de México y, de acuerdo con Levy (2018 y 2014), profundizó la apertura del sistema monetario y financiero, propició la extranjerización de las grandes corporaciones, e impulsó el proceso de financiarización de la economía mexicana y la internacionalización del peso mexicano. Además, señala que la entrada de México en el TLCAN dio las bases para que este país se adhiriera al esquema de organización financiera de los Estados Unidos y orientara la estructura de su sector bancario de acuerdo con los estándares de las corporaciones financieras extranjeras.²²

Padilla Ulloa (2017: 204) señala que estas reformas implementadas por el gabinete del expresidente Salinas de Gortari estuvieron motivadas porque identificaron que el problema central del crecimiento en México era la forma de su financiamiento. Al respecto, argumentaban que las grandes trasferencias de recursos al exterior durante los años ochenta, para solventar los pagos de la deuda externa, dejaban recursos insuficientes para el financiamiento interno, por lo que buscaron reorientar la circulación del capital e impulsar la formación de ahorro interno. Pero este argumento, además de insuficiente, es contradictorio

²² Existe una polémica respecto a si los efectos que trajo consigo la adhesión al TLCAN fueron principalmente beneficiosos o perjudiciales para México. Por un lado, los defensores del tratado señalan que este impulsó un boom de exportaciones y de IED, además le adjudican la rápida recuperación de la economía mexicana después de la aguda crisis de 1995. Por el contrario, los que se oponen a este acuerdo sostiene que los beneficios impulsados se concentraron solamente en un número muy limitado de corporaciones. Además, el Banco Mundial realizó un análisis econométrico que arrojó como resultado que el TLCAN redujo el crecimiento del ingreso per cápita medio de México (Moreno-Brid, Rivas y Ruiz, 2005:02).

respecto al famosísimo discurso de la globalización, que supuestamente sería sinónimo de un aumento sin precedentes en los niveles de productividad. Dado que la estrategia de reducción de la inversión pública que llevó a cabo el gobierno frenó las posibilidades de crecimiento potencial al tiempo en que, en su afán de fomentar el ahorro interno, dejó las riendas de la actividad productiva nacional en manos del sector privado.

Al tiempo que la administración salinista buscaba sanear las finanzas públicas por medio de la renegociación de la deuda y con la adhesión de México al Plan Brady en 1989; el cual buscaba dar solución a la crisis de la deuda externa, que aquejó a los países latinoamericanos en la década de 1980, a través de refinanciamientos; las reformas al sistema económico mexicano se orientaron en el mismo orden que dictaba el Consenso de Washington²³. Este último, proponía la liberalización inmediata de la importación de insumos para la producción de exportación, y señalaba que a los exportadores debía reconocérseles el derecho a descuentos en los aranceles, remanentes e insumos de importación. Además, el Consenso planteaba favorecer a las tasas de interés determinadas por el mercado y evitar tanto las tasas reales de interés negativas como las extremadamente positivas. Ya que estas desestimulan la inversión. Por otro lado, las políticas de liberalización del Banco Mundial consistían en emitir préstamos con el objetivo de hacer ajustes estructurales para la liberalización del sistema financiero. Con ello se eliminarían las tasas de interés preferencial a prestatarios favorecidos, lo que a su vez conlleva nuevamente tasas de interés determinadas por el mercado.

El Consenso de Washington y la firma del TLCAN significaron para México la reconciliación con el sector privado y, de esta manera, la inversión y el capital volvieron al país, pero bajo los intereses las corporaciones privadas extranjeras. Ya que ambas medidas derivaron en las políticas de privatización que implementó Salinas de Gortari hacia las empresas Aeronaves de México, Mexicana de Aviación, del Grupo Dina, Teléfonos de México, la Minera Cananea, algunas plantas de CONASUPO, empresas acereras, de seguros, de fabricación de carros de ferrocarril, y la reprivatización de la banca, entre otras (Cárdenas, 2010: 182-241). Esta última, significó la liberalización del sistema financiero mexicano y detonó el proceso de extranjerización de la banca. Con lo que, aunado a la liberalización de

²³ El conjunto de medidas neoliberales de estabilización y ajuste tras la crisis de 1970 y la crisis de deuda externa, propuestas, principalmente por el FMI, el BM y la Reserva Federal de EE.UU.

las tasas de interés y de los instrumentos de captación de fondos bancarios, que ya había comenzado desde el sexenio de Miguel de la Madrid, las instituciones financieras foráneas adquirieron un papel central para promover la financiarización de la economía mexicana y, como consecuencia, le dieron al sistema financiero mexicano su particular característica de dependencia y subordinación respecto a los flujos financieros del exterior.²⁴

El proceso de financiarización introdujo sus bases en México durante la presidencia de Miguel de la Madrid, pero se formalizó con las reformas neoliberales salinistas entre 1988 y 1994. Posteriormente, el gobierno de Zedillo daría continuidad y reafirmaría las raíces de esta financiarización de tipo subordinada.

Al cierre del periodo de gobernanza de Salinas de Gortari, el país se sumió en una crisis por el creciente déficit en la cuenta corriente que impulsó a las autoridades a devaluar el peso en un 15%. Según las observaciones hechas por Francisco Salazar (2004), esto provocó una inmensa fuga de capitales, suscitó el pánico en los mercados cambiarios y financieros, por el colapso de las reservas acumuladas de la deuda pública a corto plazo (Tesobonos indexados en dólares), y provocó la crisis de la banca. Esta última se vio fuertemente afectada por la multiplicación de la cartera vencida (que pasó del 15% al 44% en 1995); por el incremento del servicio de la deuda externa de los bancos después de la devaluación; y por el aumento de la pérdida cambiaria por suponer erróneamente que habría una reevaluación del peso.

Tras la crisis de 1995 resultante del “error de diciembre”²⁵, el expresidente Zedillo echó mano del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) –hoy Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB) – y en 1998 propuso que este se convirtiera en deuda pública. Así

²⁴ Para Vargas Mendoza: “el resultado de todo este proceso de desregulación fue que se llegó a una liberalización extrema del sistema monetario-financiero para hacer que la gran empresa monopólica y oligopólica privada comandara la producción en todas las actividades económicas, perdiendo el Estado mexicano valiosos instrumentos de gestión de política monetaria y financiera. En este contexto, cuando se liberalizó el sistema financiero, los bancos quedaron en la libertad de prestar a quien cumpliera con los requisitos que establecían para garantizar el reflujo del dinero. Asimismo, el crédito interno neto del Banco de México, como poderoso instrumento de política monetaria, quedó subordinado a la orientación de la política neoliberal, para que se fortaleciera el poder de compra externo del peso frente al dólar (Vargas Mendoza, 2011, p.11).

²⁵ En diciembre de 1999, José Serra Puche, Secretario de Hacienda, estableció la ampliación de la banda de flotación (15%) con el objetivo de devaluar el peso mexicano debido a la falta de reservas internacionales.

el gobierno absorbería la deuda por cartera vencida de los bancos, rescatando primordialmente los intereses de los inversionistas extranjeros.

En este marco, el precipitado desarrollo del sistema financiero y apertura comercial instaurados en México entre los años 1982 y 2000, delimitaron la financiarización subordinada en este país. Asimismo, ampliaron el número de transacciones en el mercado por medio de deuda privada, lo que expandió la liquidez en el corto plazo de manera casi ilimitada y permitió que, tanto personas físicas como morales, estuviesen en la posibilidad de saldar constantemente su déficit a través del sobreendeudamiento.

2.2 Transformación estructural del sector financiero y bancario mexicano

El sistema financiero y bancario anterior a las reformas de liberalización de Miguel de la Madrid y Salinas de Gortari estuvo caracterizado por una constante tensión entre los grupos de poder público y privado en México. En 1982, el presidente en turno, José López Portillo, dictó la nacionalización de la banca en respuesta a la crisis derivada del muy elevado déficit público, ocasionando una fuga de capitales que agravó aún más el desequilibrio interno —lo que Gortari revertiría por completo en la década siguiente—. Además, la regulación del sistema financiero y bancario era confusa y contradictoria. De acuerdo con Escobar (2016:98), el marco jurídico hasta 1982 estuvo configurado, en esencia, por la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, la Ley del Banco de México, la Ley de Ahorro Nacional y la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, para el sistema de crédito. Mientras que el ordenamiento bancario era reglamentado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, cuando en realidad el único poder facultado para esta actividad era el Ejecutivo Federal.

En los años posteriores a la nacionalización bancaria se llevaron a cabo una serie de reformas que suprimieron la regulación del sistema financiero y crediticio. Como se señaló anteriormente, se eliminó el encaje legal y los encajonamientos del crédito, lo que elevó las posibilidades de sobreendeudamiento y, aunado a la ola de privatización salinista, dinamizó las operaciones en el mercado de valores. Además, se adoptó el sistema de flotación

cambiaría, que generó una fuerte subvaluación del peso mexicano durante 1983 y 1987, pero también influyó en favor de la especulación respecto a la variación en las divisas.

Los años que antecedieron a la reprivatización de la banca permitieron al mercado de valores ir adquiriendo cada vez mayor importancia en el país, ya que en este periodo las empresas mexicanas contaban con pocas fuentes de financiamiento internacionales, el déficit público aún era muy alto y las tasas de interés bancarias eran elevadas. En este sentido, el mercado de capitales representó una alternativa de financiamiento no bancario atractivo para el sector público y privado.

A pesar de ello, las finanzas de la década de 1980 no tuvieron una relación estrecha con el sector productivo debido a que la economía mexicana todavía estaba atravesando una fase recesiva y la inversión pública y privada aún eran muy bajas²⁶. Esto último se explica, por un lado, porque la nacionalización de la banca ahuyentó al capital privado y, por el otro, porque la prioridad del sector público era solventar el pago de la deuda externa antes que la inversión interna, por lo que utilizó ampliamente las operaciones de mercado abierto adoptando diversos instrumentos financieros de deuda pública, como Petrobonos y Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Lo que indica que el incremento en la actividad financiera en México comenzó siendo impulsado, principalmente, por las necesidades de financiamiento del gobierno y, en menor medida, de los empresarios de los años 80, en ausencia de un sector bancario y crediticio que pudiese solventar sus necesidades. Por lo tanto, en estos años se mantuvo separada la actividad de dos entes esenciales en el sistema financiero mexicano actual: las sociedades nacionales de crédito y los intermediarios financieros no bancarios.

En cuanto a los cambios en la regulación, el Ejecutivo Federal implementó el *Paquete Financiero* en los años 90, el cual dictó la separación de la Comisión Nacional Bancaria (CNB) y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF); también promulgó la Ley de Instituciones de Crédito, que restablecía el régimen mixto del servicio de banca y crédito, así

²⁶ El periodo de 1982 a 1987 estuvo caracterizado por estancamiento y aguda inflación, al cual se le intentó dar solución a través del programa heterodoxo de estabilización macro “Pacto de Solidaridad Económica”. Simultáneamente, la formación bruta de capital fijo cayó drásticamente con una variación media anual del -7% y el déficit fiscal respecto al PIB pasó de un -6% para el periodo 1970-1981 a -7.5% en 1987 (Moreno-Brid, Sandoval y Valverde, 2016).

como la participación del sector privado en el capital de los bancos; y facultó a la CNB para asesorar a la Secretaría de Hacienda, vigilar a las Sociedades Controladoras de Grupos Financieros, en otras. Y en 1993 se publicó un decreto de reforma a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, que possibilitaba la participación dos o más entidades del mismo tipo dentro de un mismo grupo financiero (Escobar, 2016:105). En este mismo año, bajo órdenes de la Secretaría de Hacienda, se fusionó a la Comisión Nacional Bancaria con la Comisión Nacional de Valores (CNV), dando origen a la CNBV.

Por otro lado, a pesar de que en los primeros años de la década de 1990, con la derogación de la Ley Glass-Steagall y la privatización de la banca mexicana, se conciliaron los intereses bancarios con los del mercado de valores, aún ninguno de estos dos sectores jugó un papel representativo para el financiamiento a la inversión productiva durante la primera mitad de los años 90. De acuerdo con el análisis de Lapa (2017:35), las operaciones en el mercado de valores se elevaron con mucha rapidez en este periodo, a tal grado que las finanzas públicas le asignaron la tarea de atraer capital extranjero que contribuyera al ahorro interno y al financiamiento del sector productivo, pero esto no fue posible debido a la inestabilidad del mercado financiero y a que su acelerado crecimiento no estuvo impulsado por el crecimiento económico, sino por la búsqueda de los inversionistas extranjeros por elevar sus rendimientos con base en altas tasas de interés.

Las reformas de este periodo concretaron el inicio del dominio de las sociedades de accionistas en México. Y, más tarde, el *Paquete Financiero* de 1990, en unión con una serie de modificaciones a la regulación crediticia y financiera, impulsadas por el gabinete del expresidente Ernesto Zedillo, suscitaron la oligopolización del sistema financiero-bancario de México y la centralización de sus actividades bajo el mando del capital extranjero. A continuación, se enlistan las reformas más representativas:

- Ley del Mercado de Valores (1995)
- Ley para Regular las Agrupaciones Financieras (1995)
- Ley de Instituciones de Crédito (1995)
- Ley del Mercado de Valores (1995)
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito
- Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (SPEUA) (1996)

- AFORES (1997)
- Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB) (1999)
- Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF) (1999)

Durante la década de 1990 se le concedió la autonomía de gestión a las instituciones bancarias y, ante las amplias posibilidades de financiamiento que trajeron consigo los mercados de valores, modificaron su objetivo de captación y financiamiento crediticio hacia actividades más redituables en el corto plazo por medio de la adquisición de activos financieros. Además, se le autorizó a los bancos para desarrollar divisiones de banca de inversión manejando recursos de terceros, con lo que sus actividades pasaron a estar basadas principalmente en las operaciones de la banca de inversión (Lapa, 2017:40).

Tabla 2.1 México: modificaciones legislativas en materia de liberalización financiera (1982-1999)

Miguel de la Madrid	Salinas de Gortari	Ernesto Zedillo
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Reformas para permitir al sector privado tener una participación del 33% dentro del capital de los bancos (1982). ➤ Eliminación de un porcentaje del encaje legal (1982). ➤ Adhesión al GATT (1986). ➤ Autorización para la determinación de los plazos de las operaciones activas y pasivas, y de las tasas de interés, por parte de la banca privada (1986). 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Sistema de Ahorro para el Retiro (1992). ➤ APEC (1993). ➤ Autonomía del Banco de México (1994). ➤ TLCAN (1994). ➤ Reprivatización de la banca (1990). 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ CNBV ➤ Ley del Mercado de Valores (1995). ➤ Ley para Regular las Agrupaciones Financieras (1995). ➤ Ley de Instituciones de Crédito (1995). ➤ Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito (1995-1997). ➤ Sistema de Pagos Electrónicos de Uso Ampliado (1996) ➤ Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (1999). ➤ Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (1999).

Fuente: Elaboración propia.

En conjunto, estas transformaciones estructurales al sistema financiero buscaban fortalecer y ampliar el capital de las entidades financieras a través de la entrada de mayor capital extranjero, e incrementar la confianza de las personas físicas y morales para participar de la bursatilización. Pero en realidad desembocaron en un fuerte proceso de extranjerización bancario que debilitó aún más al capital y a las instituciones nacionales.

2.3 Tendencia histórica de los indicadores de profundización financiera y desarrollo

Las reformas implementadas durante las presidencias de Miguel de la Madrid, Salinas de Gortari y Ernesto Zedillo, culminaron con la desregulación comercial y financiera con la cual, a partir de 1995, inició el proceso de centralización y extranjerización de la banca múltiple, así como la libre circulación de capitales internacionales. Por lo que, de la mano del naciente mercado bursátil, se ampliaron las posibilidades de financiamiento, especialmente para el sector privado conformado por empresas y familias. Además, los bancos comerciales optaron por ampliar sus fondos a través de portafolios conformados por activos de corto plazo que impulsarían la especulación financiera como una forma de generación de ganancias más veloz y atractiva que las actividades productivas.

En este sentido, este apartado se presenta dividido en cuatro secciones, la primera de ellas analiza el proceso de penetración financiera en el país a partir de la década del 2000; el segundo muestra los cambios en la composición de capital del sector bancario y la influencia del capital extranjero sobre este; el tercer apartado estudia la evolución del PIB en relación con las actividades financieras y, finalmente, la cuarta sección busca comprender los cambios en el ingreso y la distribución de los salarios, en relación con el financiamiento al consumo.

2.3.1 Penetración financiera

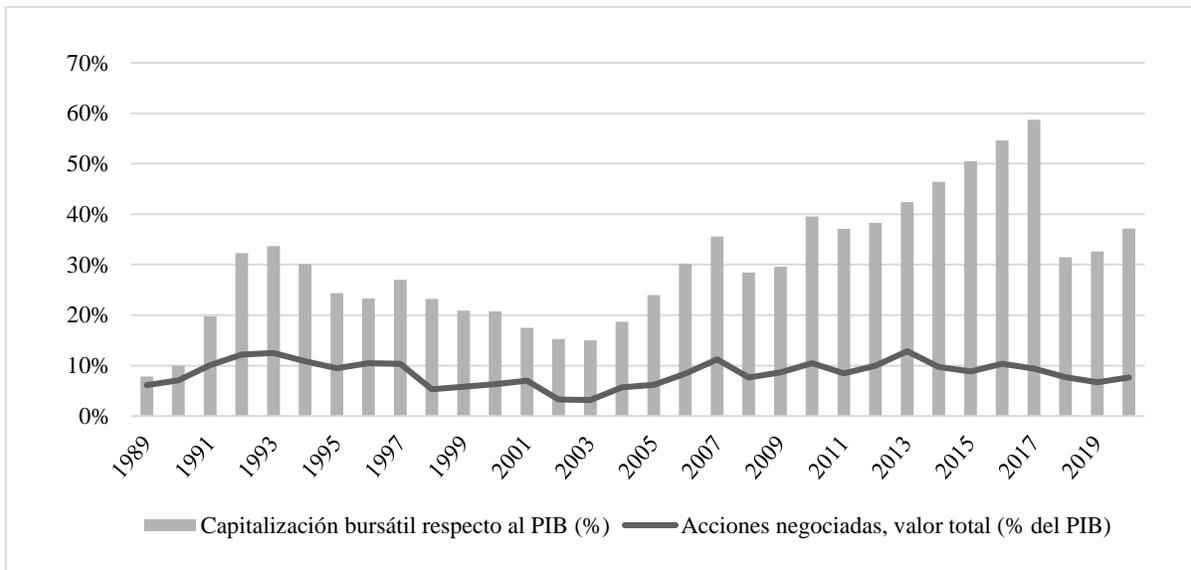
La globalización financiera que se gestó en las economías industrializadas en la década de 1970 modificó la forma de captación de capitales extranjeros, a través de una mayor participación de los bancos en los mercados de capital, de las sociedades accionarias y de las casas de bolsa. De acuerdo con Rosch (2000: 213) este fenómeno, clasificado como

mundialización o globalización financiera, consiste en la integración de los mercados financieros del mundo de manera horizontal –quedando enlazados las 24 horas del día– y vertical –encadenando el presente con el futuro–.

México se hizo partícipe de la globalización financiera a partir de la década de 1990 al darle libre entrada a la circulación internacional de los flujos de capital financiero a través de las actividades de las casas de bolsa, la banca múltiple y los instrumentos financieros cada vez más abundantes, como las acciones, bonos de deuda, créditos comerciales, hipotecarios o tarjetas de crédito.

La **gráfica 2.1** ilustra la evolución del valor del total de las acciones negociadas en México de 1989 a 2020 respecto al PIB, esto es, el número total de acciones nacionales y extranjeras negociadas al cierre de cada año multiplicado por sus respectivos precios de cotización. Así como el desarrollo del grado de capitalización bursátil de las empresas mexicanas respecto a su PIB. En ella se observa un crecimiento muy acelerado del valor total de las acciones desde finales de 1980 hasta la primera mitad de los años 90's, y aunque esta relación tuvo un declive durante la primera década de los 2000, logró recuperarse y presentar un crecimiento sostenido entre el 2011 y 2017 pasando de representar un 37 a un 59% del PIB. Lo que contrasta con la evolución del valor de las acciones nacionales, que se mantuvo en un rango del 6 al 13% del PIB durante el mismo periodo. Así, el punto máximo de la serie se encuentra en el 2013, cuando el grado de capitalización de acciones mexicanas representó un 13% del PIB. Por consiguiente, el crecimiento de más de la mitad del valor de las acciones cotizadas corresponde al capital extranjero, mientras que la cotización bursátil nacional continuó estable durante las últimas tres décadas.

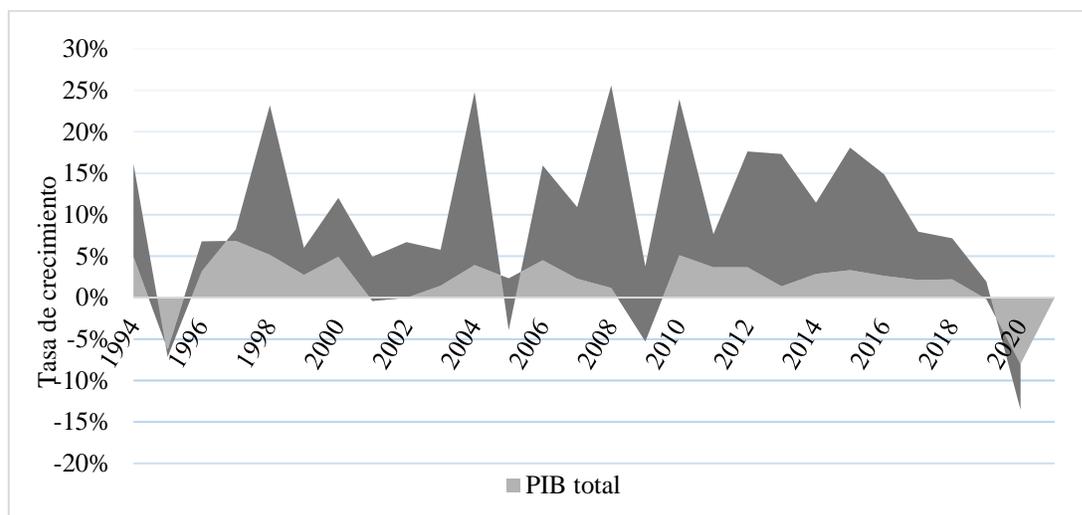
Gráfica 2.1 México: acciones negociadas e índice de capitalización bursátil como porcentaje del PIB (1989-2020)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial (2022). *Indicadores de Desarrollo Mundial*.

En ese marco, a continuación, la **gráfica 2.2** ilustra la comparación entre la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto total nacional y el generado exclusivamente por el sector de servicios financieros y de seguros desde 1994. Donde se observa que, además de caracterizarse por un desarrollo muy volátil, el ritmo de incremento anual del producto financiero ha sido sumamente superior a la evolución del producto total durante casi todos los periodos. Contrastan fuertemente, por ejemplo, los valores registrados en el año 2008, cuando las finanzas se elevaron en un 24% seguido de un crecimiento del 9 y 19% en 2009 y 2010 respectivamente, mientras que el producto nacional registró una tasa del 1% para el 2008 seguido de un descenso de hasta el -5% al año siguiente. Lo que puede explicarse por la fuerza con la que venía creciendo la ola de capital financiero antes de la crisis de 2008. Por otro lado, la caída del producto total posterior a la crisis, a diferencia de la rápida recuperación que presentó el sector financiero y de seguros, da un indicio de que la fragilidad en este último ha tenido la capacidad de impactar negativamente sobre los sectores productivos de la economía mexicana, incluso más que sobre sí mismo.

Gráfica 2.2 México: tasa de crecimiento del PIB total y PIB de los servicios financieros (1994-2020)



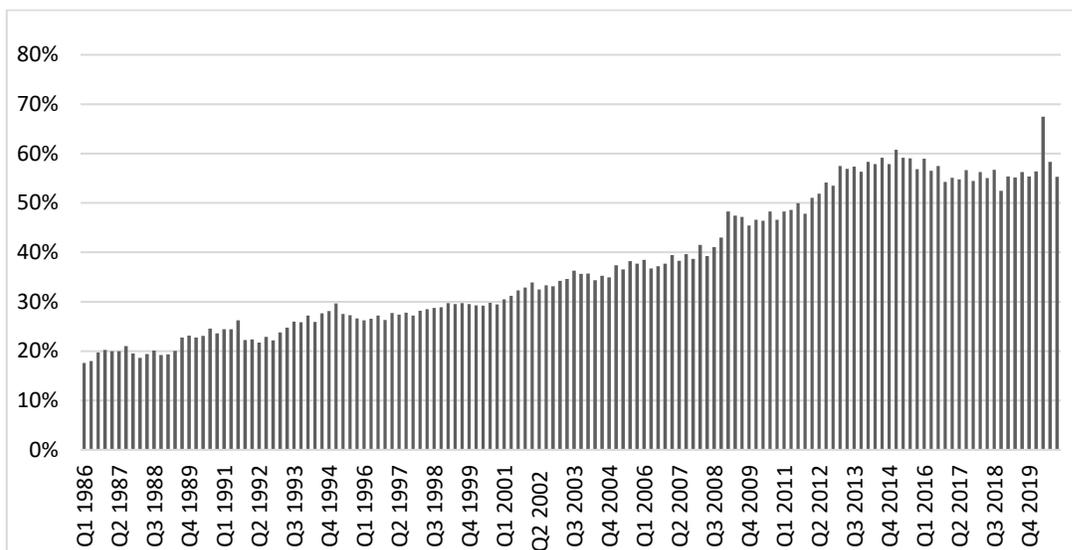
Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de INEGI (2022).

Nota: Valores originales de la serie deflactados con base 2013.

La **gráfica 2.3** analiza los cambios en la profundización financiera en México de 1986 a 2020, obtenido restando los agregados monetarios M1 de M4²⁷ reportados por el Banco de México. Es decir, el porcentaje de penetración financiera es el agregado monetario de todos los depósitos de ahorro, los depósitos a plazos mayores a un año, pagarés, bonos y letras del tesoro en circulación en el sistema financiero nacional, respecto al PIB. Con ello se ilustra claramente la rapidez con la que creció la circulación de productos financieros, especialmente durante las dos últimas décadas, ya que entre el 2000 y el 2020 este porcentaje pasó de tener una representación del 29 al 55 %, al cierre de cada año, respecto al PIB. De acuerdo con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2022), la mayor parte de este crecimiento corresponde a las operaciones de la banca múltiple. Pero, como se evidenció en la **gráfica 2.1**, gran parte de este veloz crecimiento proviene de las actividades financieras impulsadas por el capital extranjero.

²⁷ El Banco de México define al agregado monetario M1 como los instrumentos altamente líquidos que circulan en el país como: billetes y monedas emitidos por Banco de México, depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular. Mientras que el M4 incluye la suma de los agregados M1, M2, M3 y M4, es decir, el dinero legal, los depósitos de ahorro, los depósitos a plazos mayores a un año, el dinero invertido en instrumentos financieros, pagarés, bonos y letras del tesoro.

Gráfica 2.3 México: porcentaje de penetración financiera (1986-2020)



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI y del Banco de México (2022) *Agregados Monetarios*. Metodología: $(M4-M1)/PIB$.

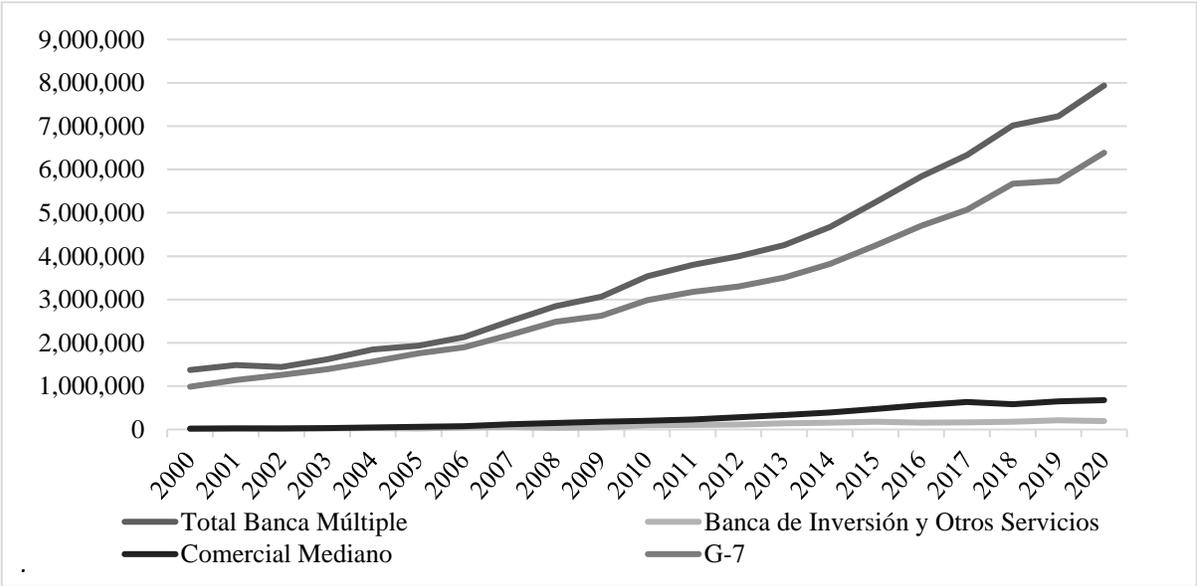
Nota: los agregados monetarios incluyen al sector público.

Por otro lado, el sistema financiero mexicano estuvo compuesto por siete sectores separados hasta antes del año 1970: el bancario, de ahorro y crédito popular, de organizaciones y actividades auxiliares del crédito, bursátil, de derivados, de seguros y fianzas y sistemas de ahorro para el retiro. Pero, debido a los cambios legislativos y a la transformación estructural que sufrió la propia industria financiera durante las últimas cuatro décadas, esta clasificación se fue modificando y se vio reducida a solamente cuatro sectores. De acuerdo con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), el sector bancario se conforma por cuatro grupos: banca múltiple, sociedades financieras de objeto limitado (SOFOLLES), banca de desarrollo y fondos y fideicomisos de fomento económico (Villafani-Ibarnegaray & González: 2006).

Así pues, la banca múltiple reúne las actividades financieras de captación de recursos a través de productos como cuentas de cheques, ahorros, o depósitos –siendo estos sus activos productivos—, con el objetivo de destinarlos a operaciones crediticias como préstamo comerciales, tarjetas de crédito, entre otros productos que le generen rentabilidad. A continuación se observa la composición de los activos productivos netos de la banca múltiple entre el 2000 y 2020, los cuales están definidos como aquellos que generan ingresos financieros netos a la institución. Estos están compuestos por la cartera vigente, las

inversiones en valores, las disponibilidades y la diferencia entre las operaciones con valores y derivados activas y pasivas. Los cuales nuevamente presentan un crecimiento muy acelerado, donde la mayor parte proviene del denominado G7 por la Comisión Bancaria y de Valores, que está representado por Banamex –que pertenece a Citigroup–, Banorte, Bancomer –una filial de la española BBVA–, HSBC –nativo de Hong Kong–, Inbursa, Santander y ScotiaBank –siendo esta última de procedencia canadince–. Es decir, los bancos extranjeros han liderado el acelerado crecimiento de la composición de activos productivos de la banca múltiple en México, pasando de uno a más de seies billones de pesos en veinte años. Mientras que los bancos comerciales medianos y los bancos exclusivamente de inversión operantes en el país han mantenido una proporción de activos productivos siempre menos al billón de pesos durante el mismo periodo.

Gráfica 2.4 México: Activos productivos de la Banca Múltiple en millones de pesos (2000-2020).

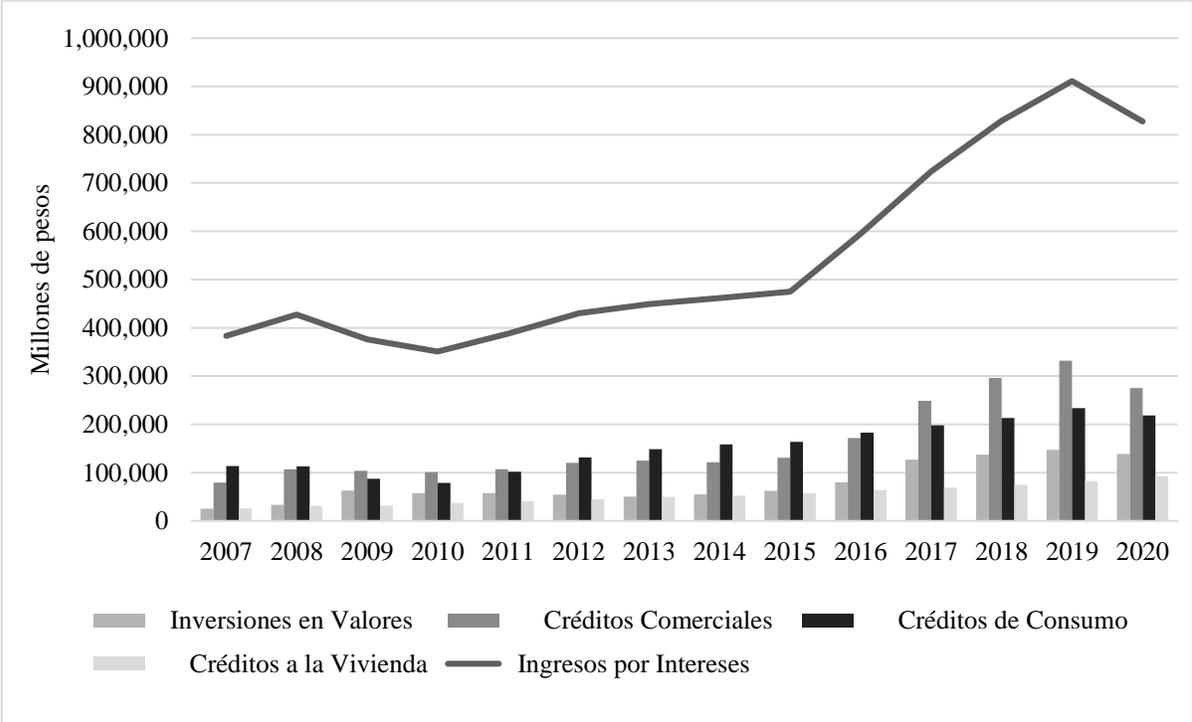


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).

De acuerdo con la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (2022), la mayor parte de los ingresos de la banca múltiple proviene del pago de intereses de cartera vigente. De los cuales, en 2020 el 11% refirió a los créditos a la vivienda, más del 26% corresponden a intereses por créditos al consumo y el 33% a créditos comerciales –que incluyen los destinados a empresas comerciales, financieras y entidades de orden público—. Como se observa en la **gráfica 4**,

estos últimos han tenido el mayor crecimiento desde 2007, año en el que significaron poco más de 79,000 mdp en ingresos, hasta su valor máximo prepandémico en 2019 superando los 330,000 mdp. Por lo tanto, gran parte de los ingresos de la banca múltiple mexicana de la última década depende del pago de intereses, lo que puede generar un alto riesgo crediticio para los bancos y derivar en un frágil sistema financiero nacional.

Gráfica 2.5 México: ingresos por intereses de la Banca Múltiple en millones de pesos (2007-2020).



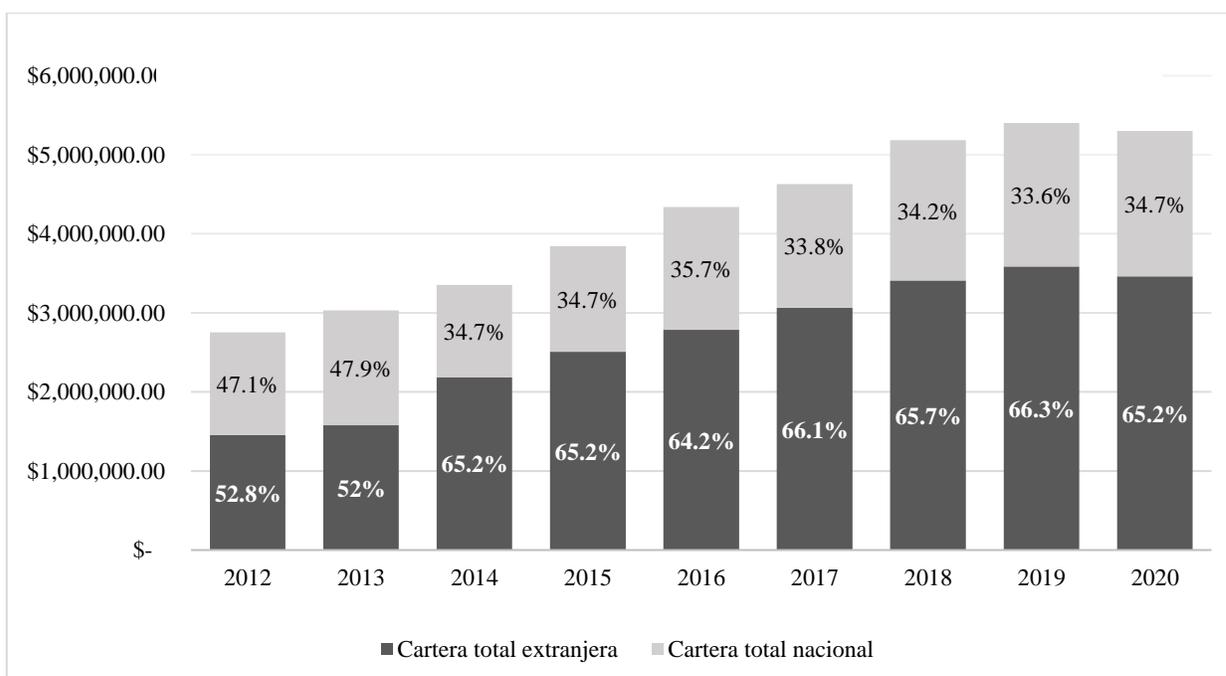
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).

2.3.2 Extranjerización del sistema bancario y financiero

La dinámica de circulación de capital en el sistema financiero y bancario mexicano se transformó profundamente, tanto con la privatización suscitada por las reformas de los gobiernos de Miguel de la Madrid, Carlos Salinas y Luis Echeverría, como tras el proceso de liberalización financiera impulsado bajo el marco de las propuestas del FMI y el Banco Mundial, derivadas a su vez del Consenso de Washington. Provocando que las actividades

bancarias fuesen impulsadas principalmente por el capital extranjero. En este sentido, si se compara el valor de la cartera total de los bancos que operan en el país desde 2012, salta a la vista el hecho de que la cartera de los bancos de origen mexicano se redujo progresivamente de un 47 a un 34.7% en tan solo ocho años, mientras que la banca extranjera logró elevar el valor de su cartera de 52.8 a 65.2%. Esto se explica por dos motivos principales: 1) la banca mexicana se caracteriza por una elevada concentración de sus operaciones en el mismo reducido grupo de instituciones y grupos financieros foráneos que han liderado este mercado desde la década de 1950, y 2) los cambios en la regulación bancaria y financiera que implementó el país desde los años noventa intensificaron la capacidad de captación y acumulación de capital²⁸ y de activos productivos para las corporaciones más grandes, reforzando el grado de centralización y concentración bancaria.

Gráfica 2.6 México: cartera total de la banca extranjera y nacional en millones de pesos (2012-2020)



Fuente: Elaboración propia con información obtenida de la CNBV (2022).

²⁸ Respecto a la importancia de los cambios en los procesos de acumulación de capital fijo, Moreno-Brid, Sandoval y Valverde (2016: 12) señalan que estos son responsables de toda transformación de la estructura industrial, sean estos planeados o no. Por lo que es indispensable robustecer la formación de capital fijo con la finalidad de salir del lento crecimiento y la exigua productividad.

Actualmente existen 51 instituciones de banca múltiple operando en México y registradas ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de las cuales solamente 28 son nacionales y las 23 restantes son de origen principalmente español y estadounidense. A pesar de que el número de bancos mexicanos es mayor, la realidad es que estos son sobre todo de tamaño mediano y pequeño, por lo que gran parte de este mercado aún está en manos extranjeras. En este sentido, la tabla 2.2 enlista la totalidad de la banca múltiple operante en el país ordenada con base en el tamaño de cada institución. En ella es posible observar que de los cinco más grandes bancos, solamente uno es mexicano: Banorte, que se encuentra por debajo de BBVA Bancomer, Santander y Banamex, procedentes de España y Estados Unidos respectivamente.

Tabla 2.2 México: banca múltiple operando en el país (2020).

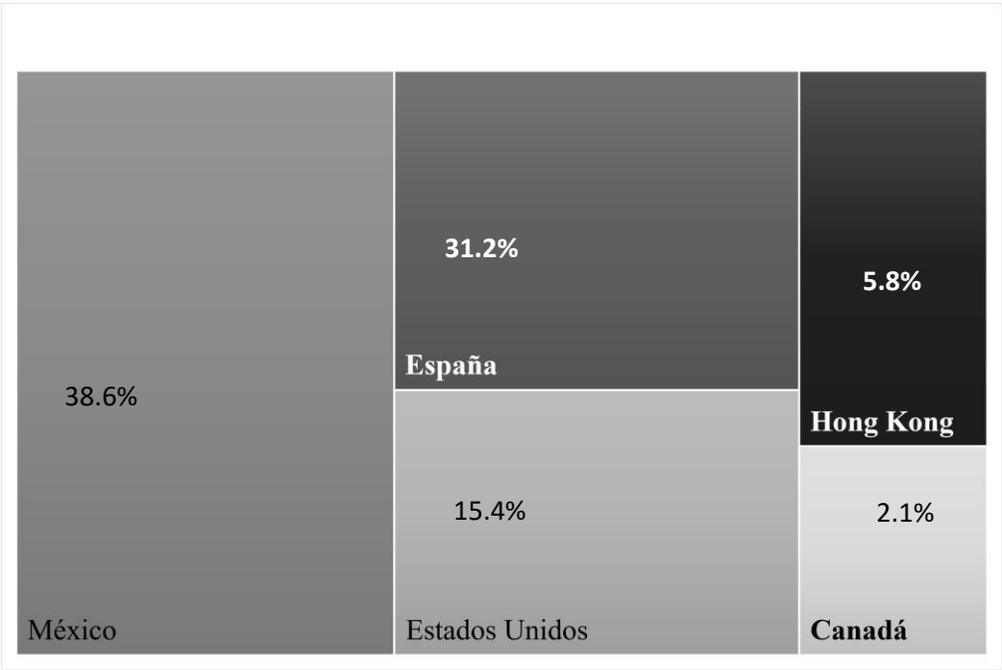
Banco	País de origen	Banco	País de origen	Banco	País de origen
BBVA Bancomer	España	Bancoppel	México	Inmobiliario Mexicano	México
Santander	España	BIAfirme	México	Accendo Banco	Reino Unido
Banamex	Estados Unidos	Multiva	México	ABC Capital	Estados Unidos
Banorte	México	Banca Mifel	México	Autofin	México
HSBC	Hong Kong	Credit Suisse	Suiza	Volkswagen Bank	Alemania
Scotiabank	Canadá	Ve por Más	México	Bankaool	México
Inbursa	México	Banco Base	México	ICBC	China
Banco del Bajío	México	CIBanco	México	Shinhan	Corea
Banco Azteca	México	Actinver	México	Bank of China	China
J.P. Morgan	Estados Unidos	MUFG Bank	Japón	KEB Hana México	Corea del Sur
Afirme	México	Compartamos	México	Banco S3	España
Monex	México	Bansí	México	Finterra	México
Banregio	México	Intercam Banco	México	Deutsche Bank	Alemania
Bank of America	Estados Unidos	American Express	Estados Unidos	Forjadores	México
Invex	México	Bancrea	México	Dondé Banco	México
Sabadell	España	Consubanco	México	Pagatodo	México
Barclays	Reino Unido	Mizuho Bank	Japón	BNP Paribas México	Francia

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).

Si se analiza la composición del sistema financiero según el volumen de activos acumulados por nacionalidad de los bancos listados anteriormente, como se muestra en la **gráfica 2.7**, se

observa que para 2022 México concentra solamente el 38.6% de estos. Mientras que tan solo España posee poco más del 31%, Estados Unidos se encuentra en tercera posición con un 15.4% y, en menor medida, resaltan Hong Kong y Canadá con una representación del 5.8 y 2.1% respectivamente. Lo que expone cómo la liberalización de las finanzas y la apertura a la competencia con otras economías reforzaron la condición de dependencia centro-periferia en el país, provocando que la mayor transferencia de riquezas se destine a corporaciones extranjeras y estimulando así la subordinación de capital financiero nacional al exterior.

Gráfica 2.7 México: porcentaje de activos acumulados a agosto de 2020 por nacionalidad del banco.



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).

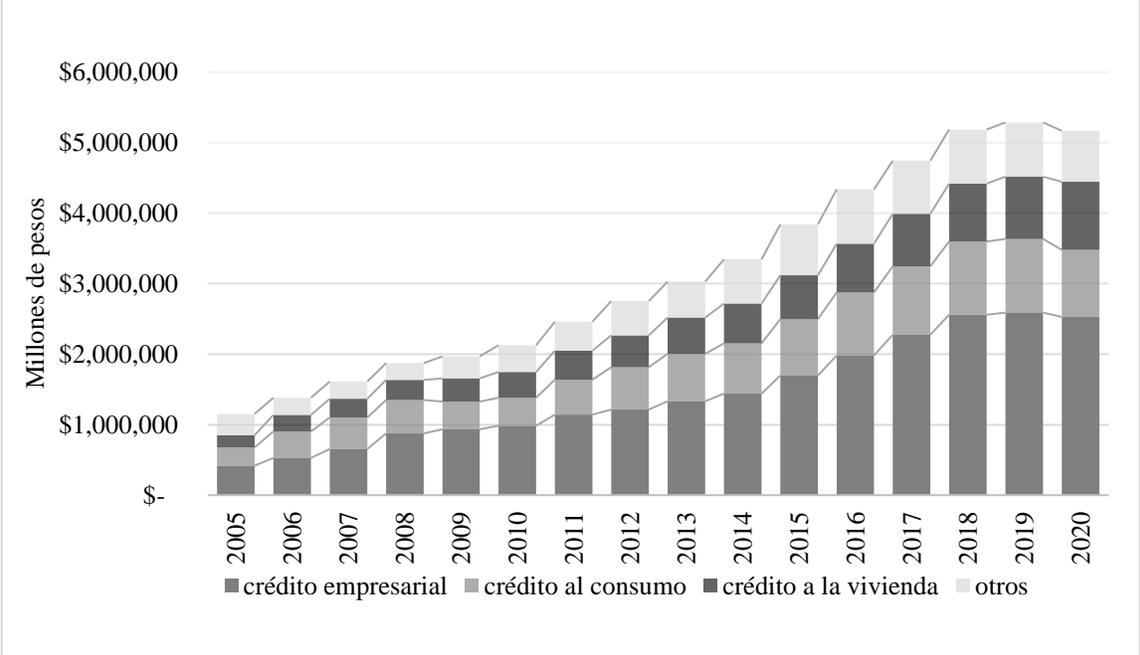
2.3.4 Evolución de los créditos al consumo y el endeudamiento de los hogares

El papel de la banca múltiple extranjera ha dominado sobre la nacional durante las dos últimas décadas. Donde, como se analizó anteriormente, el mayor interés de estas corporaciones se ha centrado en la oferta de nuevos y mayores volúmenes de diversos tipos de servicios financieros y bancarios altamente redituables. Entre los más importantes se

encuentran los créditos empresariales, al consumo y a la vivienda, pues estos representan la mayor parte de los ingresos por intereses de este sector.

Por tanto, la **gráfica 2.8** busca ilustrar la evolución de la cartera de crédito total otorgada por la banca múltiple en México entre 2005 y 2020, procurando identificar la composición de la misma. Así, es posible observar que los créditos a las empresas han representado la mayor parte de la cartera total, pasando de un 36 a un 49% en el periodo analizado. Seguidos de aquellos destinados al consumo personal y a la vivienda, los cuales se mantuvieron, en conjunto, en un rango mínimo del 36% —para el 2019— y un máximo del 44% —en 2006 y 2007—. Esto arroja una deducción peligrosa al mostrar que el volumen crediticio otorgado al sector productivo del país es equiparable al destinado a cubrir simples necesidades como el derecho a la vivienda y el consumo de los hogares.

Gráfica 2.8 México: cartera de crédito otorgado por la banca múltiple (2005-2022).

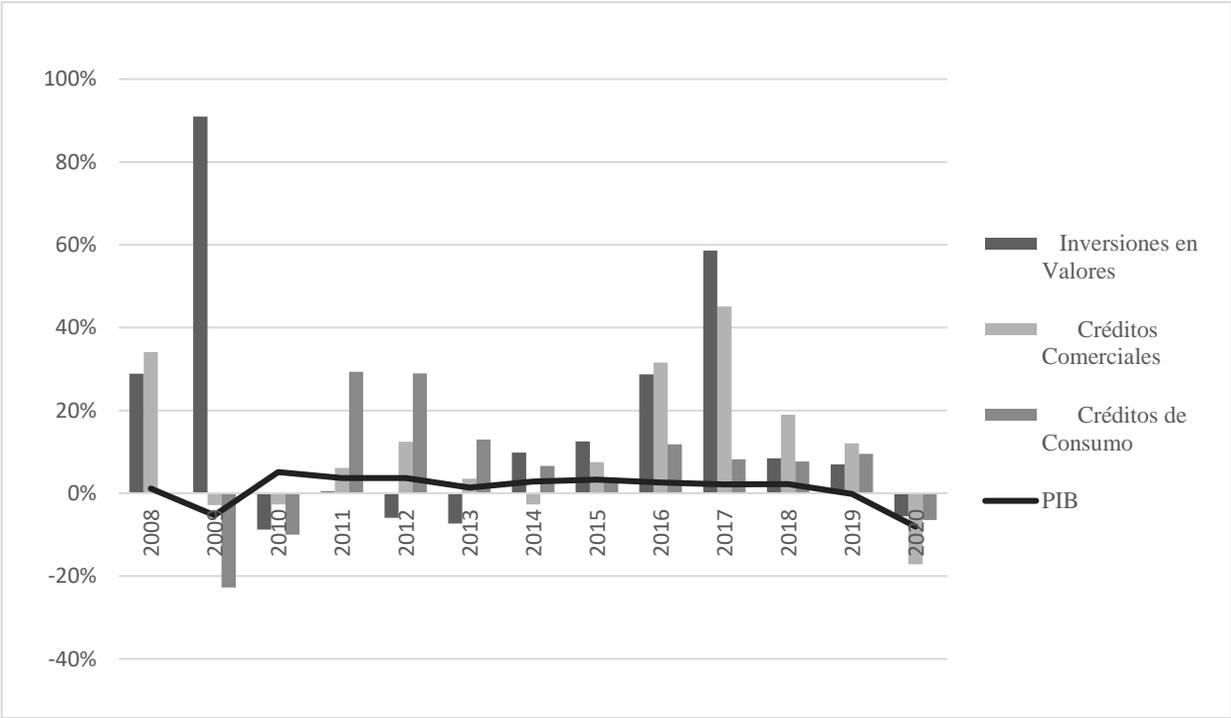


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).
 Nota: la cartera de crédito a otros sectores incluye a los gobiernos estatales y entidades financieras. Mientras que los créditos al consumo se conforman por las subcuentas: tarjetas de crédito, personales, nómina, adquisición de bienes muebles y automóviles, entre otros.

Por otro lado, el avance de la financiarización y, específicamente, el incremento de los servicios crediticios se asocian a una desaceleración simultánea en el Producto Interno Bruto.

Como se muestra en la **gráfica 2.9**, el periodo posterior a la crisis financiera global de 2008 estuvo marcado, en México, por un estancamiento en la tasa de crecimiento del PIB anual, pero ello no frenó el interés del sector de la banca múltiple en incentivar sus operaciones crediticias y en el mercado de valores. Aunque inicialmente tanto sus ingresos por inversiones en valores, como por intereses de créditos comerciales y de consumo declinaron dramáticamente, estos no tardaron en recuperarse en comparación a la producción de bienes y servicios. Para 2011 y 2012, los ingresos por créditos al consumo crecieron en un 29% consecutivamente, mientras que los beneficios por créditos comerciales aumentaron en un 6 y 12% respectivamente. Por otro lado, las inversiones en valores se demoraron un poco más en ser redituables dada la fragilidad global del sector, y registraron una variación positiva en los ingresos generados para la banca múltiple solo a partir del año 2014 con un crecimiento del 10%. Este último continuó en expansión logrando exhibir una tasa récord desde el boom de la crisis financiera, con un incremento del 59% en 2017.

Gráfica 2.9 México: tasa de crecimiento del PIB y de los ingresos por actividades financieras de la banca múltiple (2008-2020).

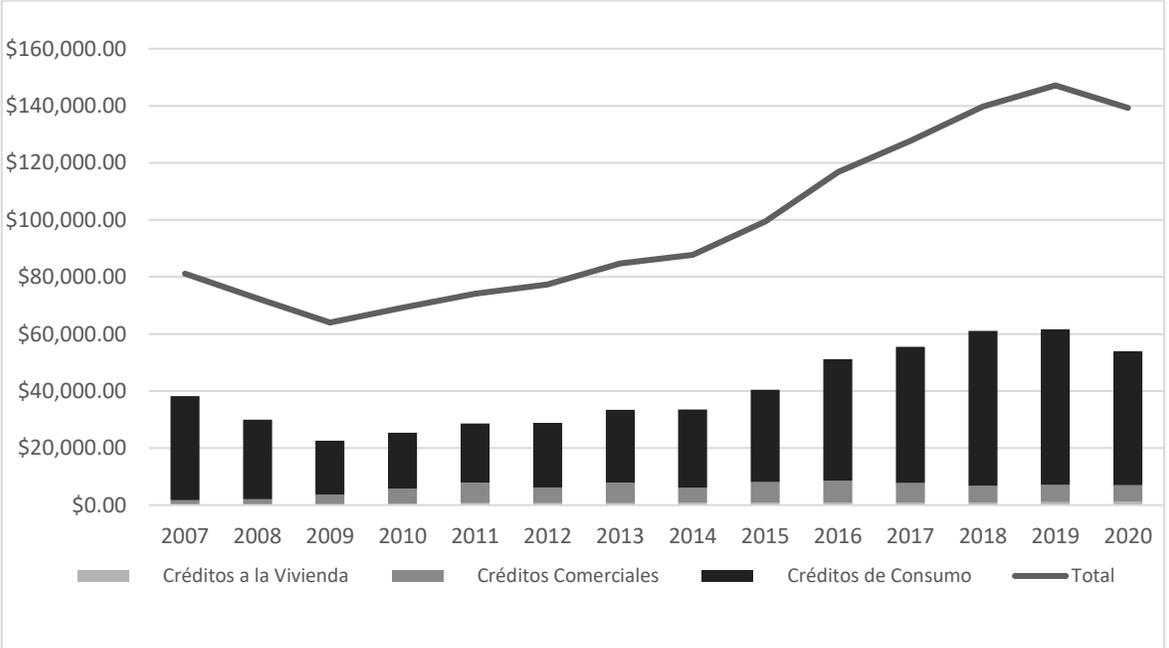


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI (2022).

Al examinar particularmente los ingresos totales de las operaciones de la banca múltiple en México, ilustrados en la **gráfica 2.10**, podemos observar que estos tienden a estar representados en un rango del 30 al 40% por aquellos que son producto de créditos al consumo. En contraste, los créditos comerciales y a la vivienda juntos no superaron una representación del 10% durante ningún año del periodo 2007-2020. Esta situación es alarmante por dos motivos centrales: 1) la series historias demuestran que la masificación de créditos improductivos es una actividad altamente redituable, lo que estimula esta forma de rentismo inactivo, segregando aún más los incentivos para la economía productiva; y 2) se pone al descubierto la deficiencia de los ingresos personales para mantener una *vida al contado*, es decir, para solventar el consumo personal o familiar con base en transferencias monetarias inmediatas sin tener que recurrir al endeudamiento y promesas de pagos diferidos.

Esto genera una pérdida de dinamismo en el mercado que, en consecuencia, degrada las oportunidades y condiciones salariales, orillando a los sectores de la población con menores ingresos a recurrir al endeudamiento para sufragar su consumo. Así, se forma un circuito – más que una relación lineal— de circulación de capital financiero de la mano de una desaceleración del crecimiento económico y el deterioro del ingreso de la población.

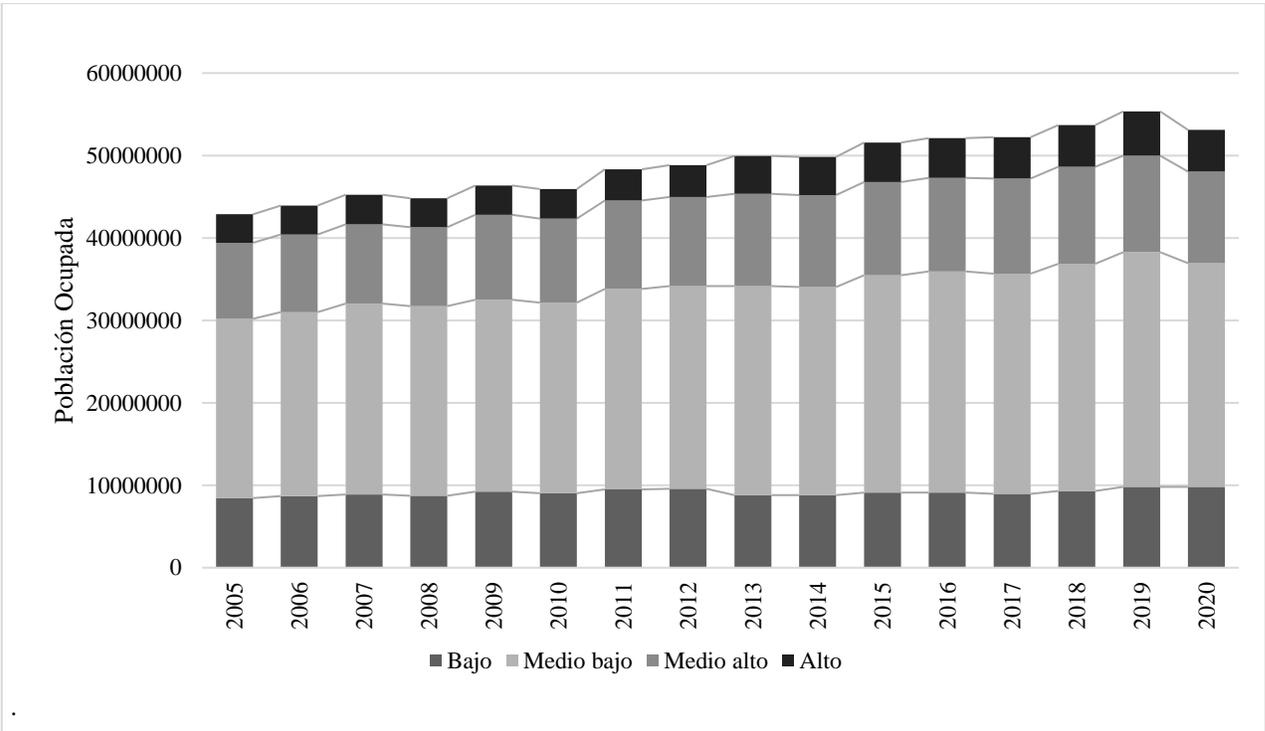
Gráfica 2.10 México: Ingresos de la Banca Múltiple por comisiones (millones de pesos) (2007-2020).



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV (2022).

En tal sentido, la **gráfica 2.11** muestra el volumen total de Población Ocupada (PO), clasificándola según su estrato socioeconómico. Para ello, se utiliza la jerarquización propuesta por el INEGI en la metodología de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), llamando así estrato bajo a la población con un ingreso mensual medio de \$8,900 pesos, equivalente a un ingreso diario de entre uno y dos salarios mínimos. El estrato medio bajo está definido por aquellos con un ingreso mensual medio de \$12,300 pesos, mientras que el medio alto recibe \$19,900 pesos en promedio al mes. Y la clase alta está compuesta por la población con ingresos mayores a \$27,800 pesos mensuales. Con esto, es posible observar el claro predominio de la clase media baja en el país, la cual ha representado más del 50% de toda la Población Ocupada entre 2005 y 2020. Es decir, más de la mitad de las personas empleadas en México tiene un ingreso medio apenas superior a los dos salarios mínimos diarios. Por lo que no es una sorpresa encontrar un incremento constante en los servicios crediticios la consumo.

Gráfica 2.11 México: población ocupada según su estrato socioeconómico (2005-2020).



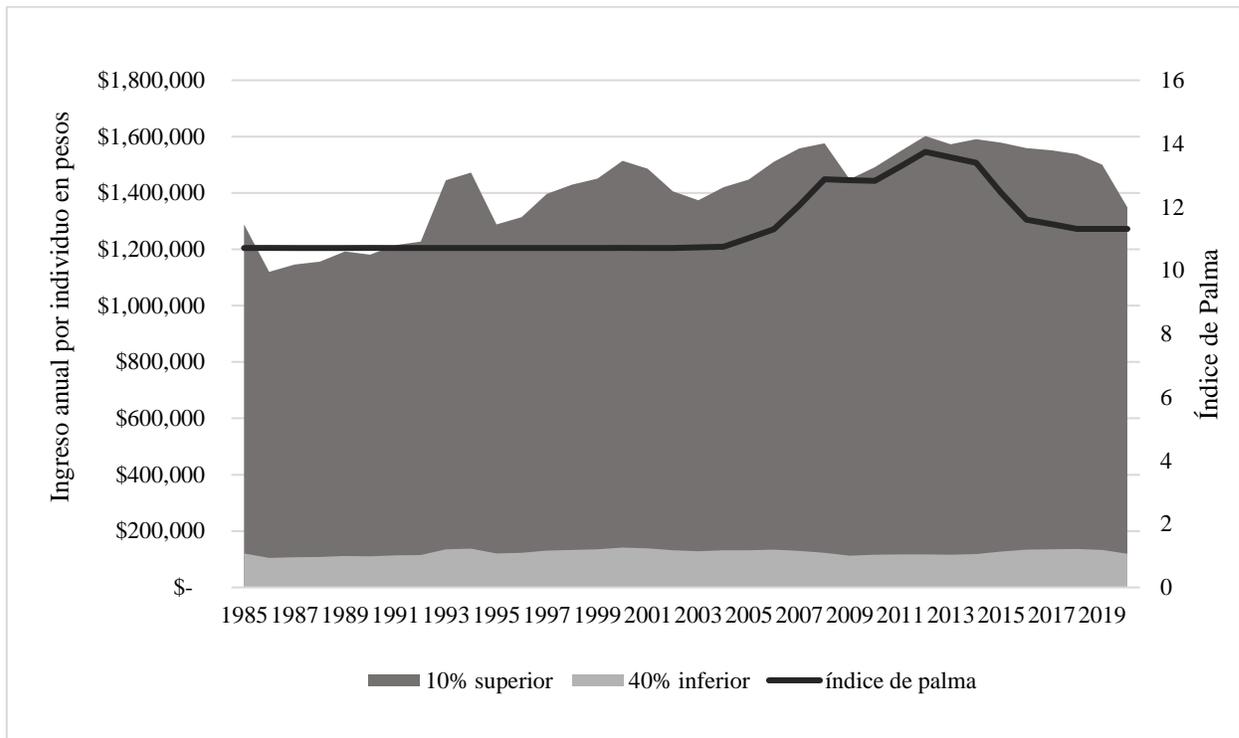
Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI (2022). ENOE.

Asimismo, la **gráfica 2.12** muestra cómo el amplísimo volumen de población de bajos ingresos sufre de un pronunciado rezago en cuanto a la distribución de la renta nacional. Pues el 40% de los individuos con menores ingresos en México, es decir los últimos cuatro deciles inferiores de la pirámide sobre la cual se distribuye el total de la renta anual del país, han tenido un ingreso promedio durante el periodo analizado (1985-2020) de \$124,264 pesos por individuo al año. Mientras que tan solo el 10% de la población más rica ha percibido en promedio \$1,415,162 pesos anuales por persona. Esto es, por cada peso que recibe el 40% de los habitantes, existe un 10% que recibirá \$11.38 pesos en promedio.

No obstante, lo que es aún más contrastante es que desde 1985 hasta el 2020, el ingreso bruto del decil superior es \$61,059 pesos más elevado que hace 35 años, mientras que en el mismo periodo el 40% inferior de la población no solo no ha mostrado una mejora relevante sino que ha disminuido en poco más de \$1,000 pesos. De esta manera, el índice o coeficiente de palma obtenido con base en datos originales de la *World Inequality Database*, reporta un muy alto grado de desigualdad durante todo el periodo, con incrementos más severos entre el 2007 y 2013²⁹. Pues durante el periodo de 1985-2006 se mantuvo constantemente un índice de 11, pero a partir de 2007 comenzó a incrementar llegando a presentar un coeficiente de hasta 14. Es decir, los ingresos del 10% de personas más ricas llegó a tener un valor hasta 14 veces mayor que los ingresos percibidos por el 40% de la población más rezagada. A partir de tal año, este indicador decreció volviendo a su relación original de 11 puntos.

²⁹ En este periodo se presentó una caída abrupta en el 2008 y 2009 sobre los ingresos del 10% superior de la población, lo que se puede explicar por una caída en el monto estimado por el alquiler de la vivienda (Del Castillo, 2017:37). Pero esto no ocurre para los deciles del 40% inferior, lo que incluso puede ser preocupante al considerar que la crisis hipotecaria no afectó gravemente a este sector debido a que su patrimonio ni siquiera tiende a estar compuesto de manera representativa por esta clase de bienes inmuebles. De hecho, la Encuesta Nacional sobre Niveles de Vida de los Hogares (ENNVIH) elaborada por la Universidad Iberoamericana (UIA) y del Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE), tiende a mostrar que la mayor parte de los activos de los deciles con menos ingresos se componen de aparatos electrodomésticos, electrónicos, motocicletas, bicicletas y ganado.

Gráfica 2.12 México: ingreso bruto por decil poblacional e índice de Palma (1985-2020).



Fuente: elaboración propia con datos de World Inequality Database (2022).

Nota: los datos corresponden al ingreso anual antes de impuestos por persona, correspondiente al 10% más rico y al 40% con menores ingresos de la población.

Por lo que es posible observar un patrón de coincidencia entre el aumento de las operaciones financieras y bancarias, así como de los ingresos de tales sectores, a la par del incremento de los ingresos del 10% superior. Al tiempo que se amplió la brecha de desigualdad y se elevaron los créditos al consumo.

2.4 Conclusiones parciales del capítulo

Ciertamente, la globalización de las finanzas impulsó y aceleró violentamente la circulación de los flujos de capital financiero en el país, estimulando la creación de instituciones de banca múltiple, así como el incremento de los servicios crediticios y la participación de personas físicas y morales en los mercados de valores públicos y privados. Pero esto representó dos

problemas esenciales para los países en desarrollo como México: a) la liberalización de los mercados significó una entrada masiva de instituciones extranjeras y, en consecuencia, la transferencia de riqueza financiera predominantemente hacia el exterior, subordinando así los procesos económicos internos a la actividad de los países centrales —en este caso, imperante mayoritariamente por Estados Unidos y España—.b) En segundo lugar, la abundante transferencia de riquezas a partir de la banca múltiple fue producto de la circulación de capital financiero más que productivo. De lo que, tratándose de una forma de rentismo inactivo, se desprendió la pérdida de dinamismo y el debilitamiento del aparato productivo nacional³⁰ —pues claramente ha persistido un estancamiento del PIB a la par del aumento de los beneficios financieros—.

Así pues, se trata de dos factores que ocasionan la pauperización de las condiciones laborales dada la insuficiente creación de empleo, que a su vez ha orillado a la población de ingresos medios y bajos a recurrir al endeudamiento para sostener su consumo. Y finalmente, tal endeudamiento alimenta a la colosal masa de capital financiero que, dentro de división internacional de las finanzas, sitúa a México como un sujeto subordinado a las economías más desarrolladas.

³⁰ Aquí vale la pena rescatar las leyes de Kaldor que afirman la relevancia de la actividad industrial y productiva como motores del crecimiento, centrandó su análisis en el sector manufacturero. La primera ley indica que el crecimiento del producto total está determinado por el crecimiento del producto en el sector manufacturero. Por otro lado, la segunda ley de Kaldor plantea que el crecimiento de la producción en la industria manufacturera impulsa al incremento de la productividad del trabajo en este mismo sector, debido a la existencia de rendimientos crecientes a escala. Finalmente, la tercera ley establece que el crecimiento del sector manufacturero es capaz de incrementar la productividad en los demás sectores, debido a un desplazamiento de mano de obra (Guerrero, 2014).

Capítulo 3. Financiarización subordinada, desaceleración del crecimiento y distribución del ingreso: un análisis econométrico.

El presente capítulo busca estimar el impacto de la financiarización subordinada sobre el crecimiento económico en México con base en la teoría expuesta en el capítulo uno, así como en algunos de los indicadores recopilados a lo largo del capítulo dos. En este sentido se plantea un modelo econométrico a través de una regresión lineal estimada por el método de Mínimos Cuadrados Generales (MCG), donde se hace uso del PIB per cápita como la medida del crecimiento, siendo esta la variable dependiente. La modelación se basa en los estudios sobre financiarización de Stockhammer y Karwowski (2016), Gertler y Rose (1991) y King y Levine (1992 y 1993). Por consiguiente, el primer apartado expone las relaciones econométricas sugeridas por la literatura previa, así como la metodología utilizada y los indicadores de mayor relevancia que permitieron formular el modelo presentado en esta tesis. A continuación se ilustra un análisis gráfico de las series de tiempo individuales utilizadas en la regresión, con el objetivo de exponer su nivel de significancia y correlación respecto al PIB per cápita. Posteriormente, se analizan los resultados del modelo econométrico. Y, finalmente, se presentan las conclusiones parciales del capítulo.

3.1 Metodología econométrica

Los estudios econométricos preexistentes han hecho uso de diferentes formas de medir el desarrollo del sistema financiero y su relación con el crecimiento económico utilizando una serie de indicadores *proxy*, es decir, que permiten cuantificar un acercamiento a ambas cuestiones. El presente modelo busca probar la hipótesis de que el proceso de financiarización ha tenido un impacto negativo en el crecimiento económico de México. De manera que aquí se retoman algunos de los análisis empíricos respectivos más relevantes, cuyas variables han sido sintetizadas en la **tabla 3.1**.

Tabla 3.1 Análisis cuantitativo preexistente sobre la financiarización.

Autor	Indicadores de crecimiento	Indicadores de financiarización
Gertler y Rose (1991)	PIB per cápita	Crédito privado, cuasi dinero respecto al PIB (M2-M1/PIB) y pasivos líquidos respecto al PIB (M2 ó M3/PIB).
King y Levine (1992 y 1993)	PIB per cápita	Pasivos líquidos (M3), crédito al sector financiero respecto al PIB y crédito al sector privado no financiero como proporción del crédito total.
Stockhammer y Karwowski (2016)	Ausencia de análisis de crecimiento económico	Grado de endeudamiento de empresas y hogares, capital extranjero, grado de desregulación financiera, volatilidad de los precios de los activos y tamaño relativo de los bancos respecto a los mercados bursátiles.

Fuente: elaboración propia.

Gertler y Rose (1991) elaboraron un análisis sobre la intermediación financiera y el crecimiento en 69 países en desarrollo, proponiendo el uso del PIB per cápita como medida del nivel de renta real per cápita. Por otro lado, se utilizó el crédito privado y cuasi dinero (M2-M1) como proporción del PIB para contabilizar el grado de profundización financiera presente, y pasivos líquidos (M2 o M3/PIB) para cuantificar el nivel de desarrollo financiero. Con lo que encontraron una relación positiva entre el desarrollo financiero, la tasa de

inversión y la productividad del capital sobre el crecimiento, exceptuando al modelo propuesto como una regresión en primeras diferencias, pues esta arrojó resultados inversos. Por otro lado, King y Levine (1992 y 1993) presentaron un modelo explicativo del PIB per cápita, a través de los pasivos líquidos (M3), el crédito al sector financiero respecto al PIB y el crédito al sector privado no financiero como proporción del crédito total. Donde concluyeron que el crédito al sector privado tiene un efecto positivo sobre la variación del PIB per cápita, pero los pasivos líquidos más bien mostraron un efecto negativo sobre el crecimiento. Esto se debe a que los incrementos en la masa monetaria generan presiones inflacionarias que se desenvuelven en un efecto negativo en el crecimiento de la economía, debido a la naturaleza contracíclica de estas dos variables. Mientras que la relación positiva entre el crédito privado y el PIB per cápita se puede explicar porque el crédito privado refleja la inversión de las empresas y el consumo de las personas (Támara, et al., 2017).

En cuanto a los estudios elaborados por Stockhammer y Karwowski (2016), estos presentaron una análisis para comprender el nivel de financiarización con base en los siguientes indicadores: el grado de endeudamiento de empresas y hogares, el capital extranjero, el grado de desregulación financiera, volatilidad de los precios de los activos y el tamaño relativo de los bancos frente a los mercados bursátiles. Para ello, formularon siete hipótesis de financiarización en un análisis transversal de 17 países de la OCDE para el período 1997-2007, con el objetivo de comprender cómo se correlacionan estas variables entre sí, mas no lo relacionaron con un modelo causal de crecimiento, por lo que, a diferencia de los demás modelos expuestos, su planteamiento no incluyó al PIB como una variable dependiente.³¹

Con el propósito de formular un análisis de la relación entre las variaciones en el sector financiero y el crecimiento nacional, se recuperaron principalmente las aportaciones de Gertler, Rose, King y Levine para definir a las variables de la regresión. Dado que las bases de datos de la economía mexicana encuentran limitantes que no permitieron incorporar al

³¹ El estudio de Stockhammer y Karwowski (2016) arrojó como resultado que la desregulación financiera está positiva y significativamente correlacionada estadísticamente con la deuda de los hogares y con el valor agregado de la deuda del sector financiero, mas no se encontró una relación significativa con la actividad de las corporaciones no financieras. Además no se encontró evidencia que respalde que la financiarización haya ocurrido simultáneamente en todos los sectores económicos, concluyendo que la financiarización no es un proceso uniforme, sino que diverge entre sectores en diferentes países.

análisis el estudio de Stockhammer y Karwowski, mismo que se encuentra enfocado esencialmente en la dependencia del exterior y el desempeño del capital extranjero.

De manera que, al igual que en los análisis de Gertler, Rose, King y Levine, el modelo econométrico planteado en la **ecuación 1** se vale del PIB per cápita como indicador del crecimiento, mientras que el factor de la financiarización se representó por medio de los créditos a los hogares, los agregados monetarios financieros M4, el grado de financiarización M4-M1/PIB y el PIB del sector de servicios financieros en México. Mismas que funcionan como variables proxy para medir el tamaño y profundidad de los servicios financieros.

En este sentido, se formuló una regresión lineal simple de tipo logarítmica en ambos lados de la ecuación, estimada desde el enfoque frecuentista de la econometría por medio del método de Mínimos Cuadrados Generalizados, con el objetivo de corregir problemas de autocorrelación. Asimismo, se utilizaron series de tiempo trimestrales³² para el periodo 1996-2019, donde se desestimaron los valores correspondientes al año 2020 debido a que presentaban una muy alta volatilidad, la cual pudo generar sesgos en las estimaciones.³³

$$[\text{Ec.1}] \log Y_{it}^* = (1 - rho) (\alpha_{it}) + \beta_1(\log M_{it}^*) + \beta_2(\log Z_{it}^*) + \beta_3(\log X_{it}^*) + \beta_4(\log P_{it}^*) + \varepsilon_{it}$$

Donde:

Y= variable dependiente=PIB per cápita

α , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 = son parámetros constantes a estimar

M= variable independiente= créditos a los hogares

Z= variable independiente= agregados financieros M4

X= variable independiente=grado de financiarización M4-M1/PIB

P= PIB de servicios financieros

ε = error

t = serie de tiempo trimestral del periodo 1996-2019

*= transformación por Mínimos Cuadrados Generalizados para eliminar autocorrelación de primer orden

Rho=0.774104

³² Se obtuvieron las primeras diferencias de las series de tiempo con el objetivo de validar los supuestos de estacionariedad que permitan aceptar al modelo (véase Anexo A).

³³ La regresión fue estimada por medio de R y RStudio.

La regresión presentó un porcentaje explicativo del 93%, como se observa en el valor de R^2 en la **Tabla 3.2**. Así como un componente estacional y una distribución normal de los residuos bajo un intervalo de confianza del 95%, donde solamente las observaciones 22, 48 y 49 sobresalieron de la recta de distribución, correspondientes a los periodos analizados para los años 2000, 2007 y 2008, lo que se ilustró en la **gráfica 3.1**. Asimismo, el modelo pasó todas las pruebas de hipótesis de significancia individual, conjunta, normalidad, homoscedasticidad, autocorrelación, estacionareidad y especificación, necesarias para aceptar la relevancia de la estimación (véase Anexo B). Además, permitió demostrar una relación negativa del comportamiento de los créditos al hogar y el grado de financiarización sobre el PIB per cápita, lo que se ilustra en los valores estimados para Beta 1 y Beta 3 (-0.345781 y -1.147760 respectivamente). Por el contrario, las variables del agregado monetario M4 y del PIB financiero muestran un impacto positivo hacia el crecimiento del PIB per cápita, de acuerdo con las estimaciones para Beta 2 y Beta 4.

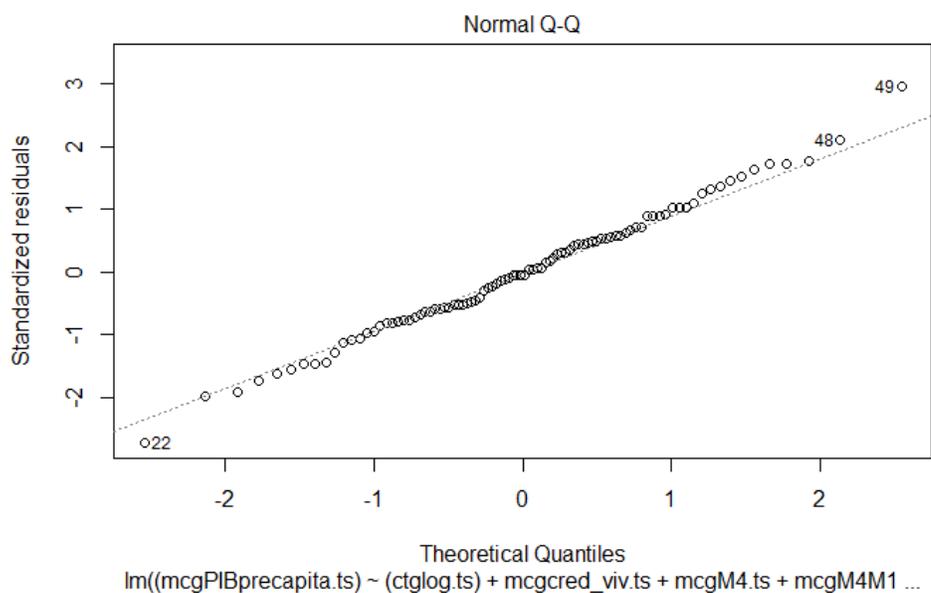
Tabla 3.2 Coeficientes estimados para el modelo.

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	-1.346522	0.121393	-11.0922	< 2.2e-16
mcgcred_viv.ts	-0.345781	0.111770	-3.0937	0.002658
mcgM4.ts	1.812873	0.414473	4.3739	3.373e-05
mcgM4M1.ts	-1.147760	0.411187	-2.7913	0.006451
mcgPIBFinan.ts	0.126068	0.063483	1.9859	0.050197

n = 92, p = 5, Residual SE = 0.02840, R-Squared = 0.93

Fuente: elaboración propia.

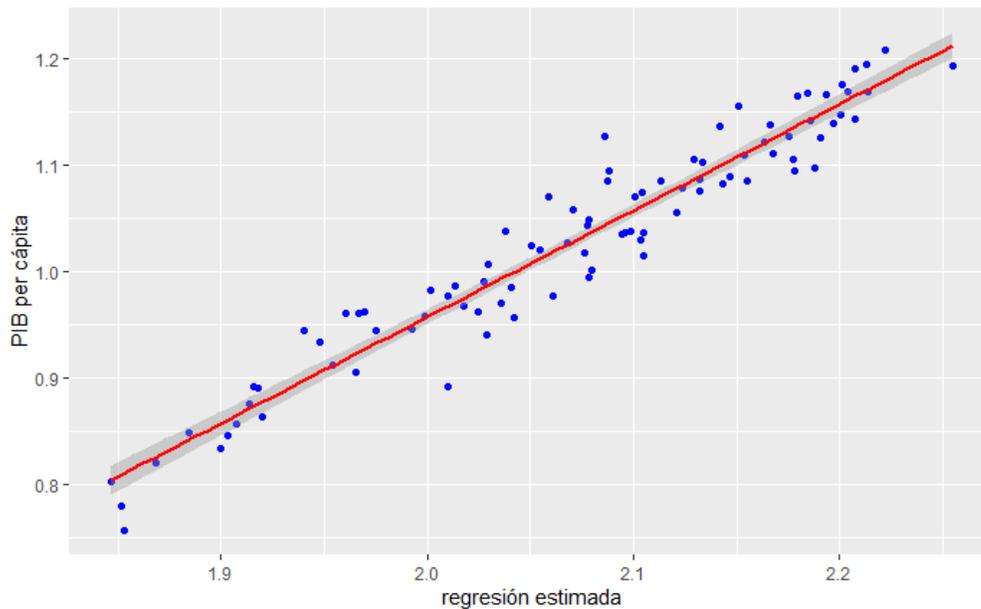
Gráfica 3.1 Distribución de los residuos generados por el modelo financiarización-PIB per cápita.



Fuente: elaboración propia.

Asimismo, **las gráficas 3.2 y 3.3** muestran la correlación y la línea de tendencia generada entre las variables proxy de financiarización empleadas en la regresión y el PIB per cápita, así como la sobreposición entre el comportamiento real del producto y el estimado por el modelo, respectivamente. Donde se observa una clara tendencia creciente en la variable dependiente a medida que aumentan los cuatro actores financieros tomados en cuenta, con un valor de ordenada al origen negativo en -0.30417 . Es decir, el modelo arroja resultados contrarios a la hipótesis de que el proceso de financiarización en conjunto tiene un efecto inverso sobre el producto, pero demuestra que este último tiende a incrementar con menor velocidad que las actividades financieras.

Gráfica 3.2 México: correlación entre financiarización y PIB per cápita (1996-2019).



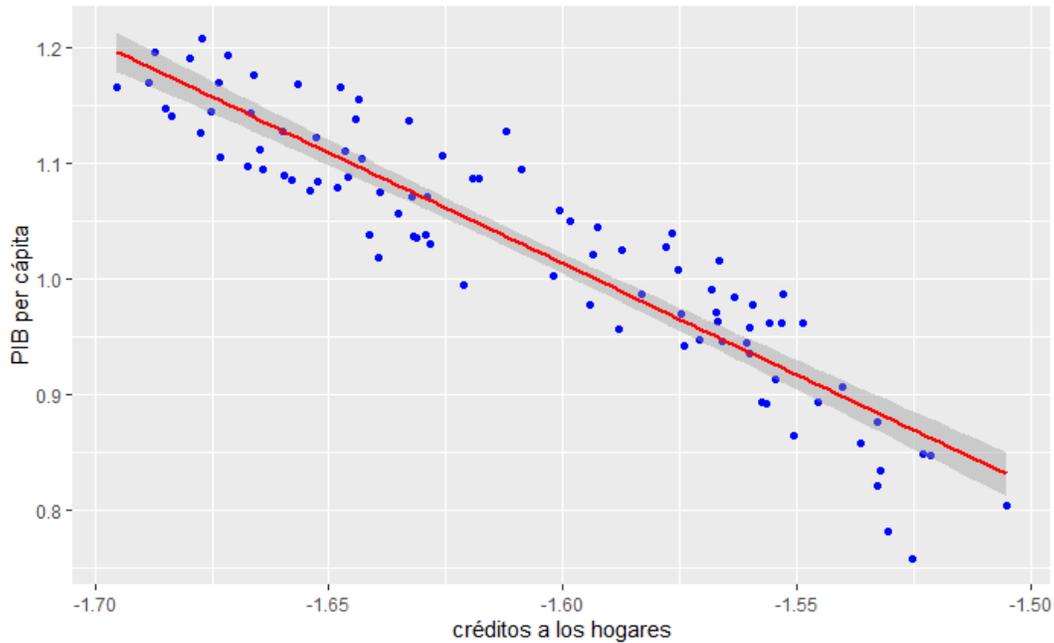
Fuente: elaboración propia.

El resultado no es una sorpresa, pues la evolución de la serie de tiempo real del PIB comparte el comportamiento ascendente, por lo que un resultado opuesto no tendría un nivel explicativo ni de significancia válidos. En consecuencia, es imprescindible analizar los componentes individuales de la regresión para comprender cómo impacta cada uno de ellos sobre la dependiente, el PIB per cápita.

3.2 Análisis de las series de tiempo individuales

A continuación se presenta un análisis de las variables explicativas en correlación con el crecimiento económico en México, con base en las relaciones encontradas en la regresión de la Ec. 1, con la finalidad de observar cómo influyen individualmente sobre el comportamiento del PIB per cápita. Asimismo, la **gráfica 3.3** muestra la regresión calculada para el producto respecto al crédito a los hogares de la forma $\log Y_{it}^* = \beta_1(\log M_{it}^*)$. Los puntos de dispersión permiten observar el comportamiento inverso seguido por el producto a medida que aumentan los créditos a los hogares, generando una recta tendencial donde por cada incremento en unidad porcentual de los créditos, el PIB se verá reducido en un 0.34%.

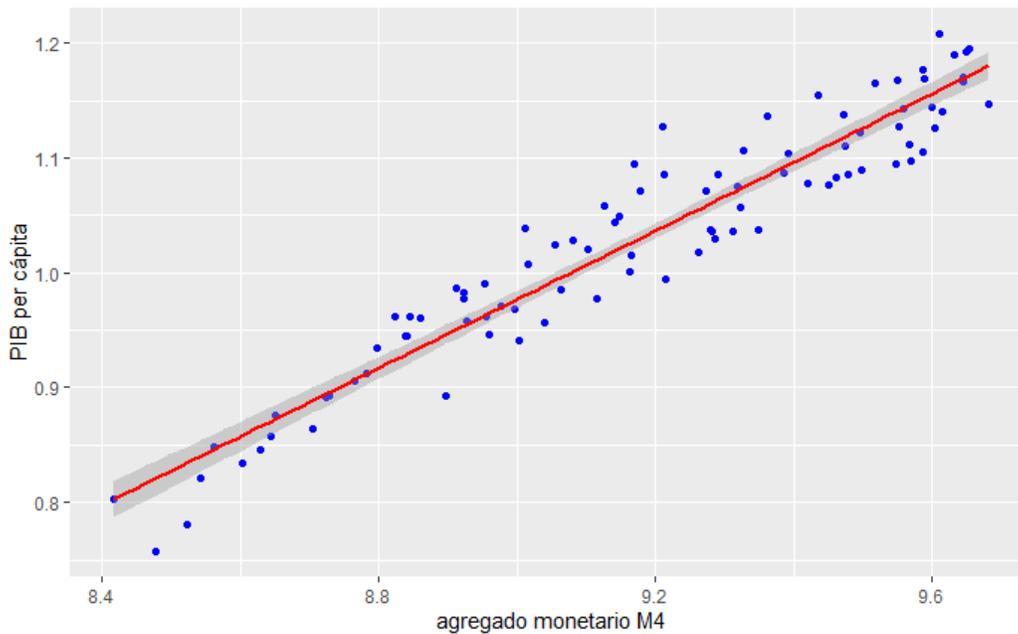
Gráfica 3.3 México: regresión lineal del PIB per cápita respecto a los créditos al hogar.



Fuente: elaboración propia.

En cambio, la **gráfica 3.4** representa el impacto estimado del agregado monetario M4 sobre el PIB per cápita de la forma $\log Y_{it}^* = \beta_2(\log Z_{it}^*)$ donde se observa una relación positiva entre ambas variables. Por lo que una variación del 1% en el M4 generará un incremento del 1.81% en el producto de México, de acuerdo con la Ec 1. Esta consideración puede ser explicada porque un componente esencial del M4 es el M1, conformado por los instrumentos altamente líquidos en poder del público y de las cuentas corrientes, por lo que es una variable que permite el gasto y la inversión en la actividad económica.

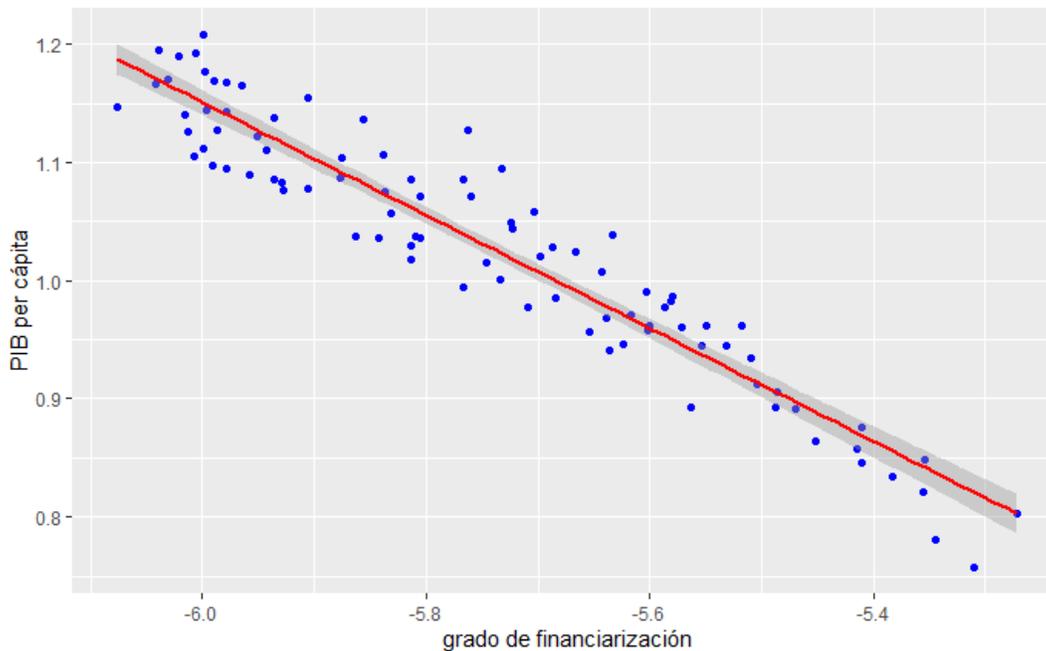
Gráfica 3.4 México: regresión lineal del PIB per cápita respecto al agregado monetario M4.



Fuente: elaboración propia.

Por otro lado, el grado de financiarización calculado a través de la fórmula $M4-M1/PIB$ sí muestra un efecto inverso sobre el crecimiento en el país. Como se ilustra en la **gráfica 3.5**, los puntos de dispersión siguen una tendencia decreciente que se puede expresar a través de la ecuación $\log Y_{it}^* = \beta_3(\log X_{it}^*)$ con una pendiente $\beta_3 = -1.1477$. Es decir, cada cambio en una unidad porcentual del grado de financiarización generará un impulso equivalente al -1.14% en el producto. Lo que reitera la hipótesis de que el proceso de financiarización puede generar un impacto negativo en el crecimiento económico de México.

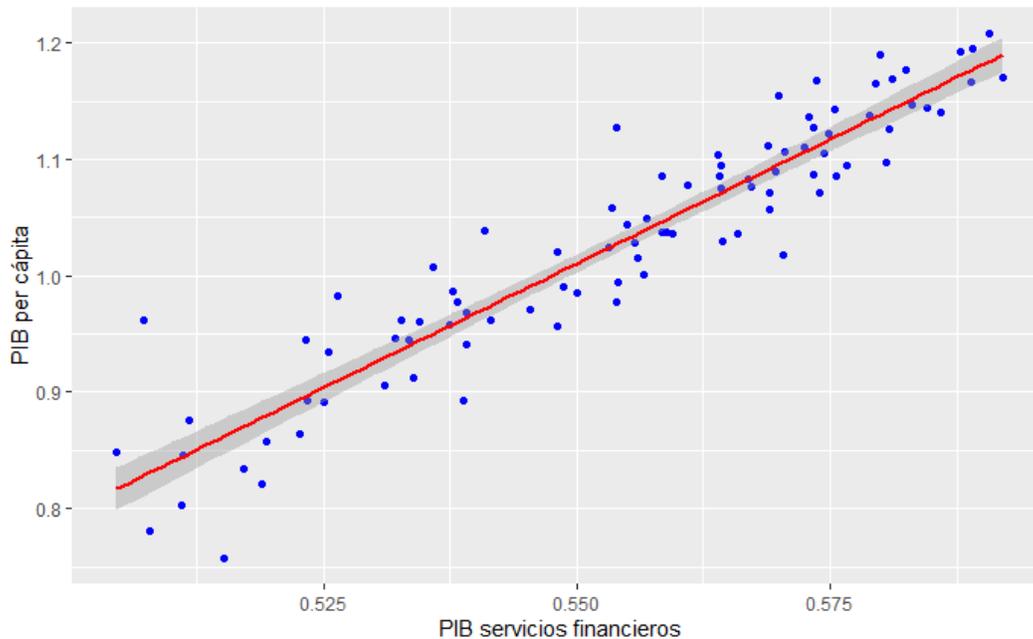
Gráfica 3.5 México: regresión lineal del PIB per cápita respecto al grado de financierización.



Fuente: elaboración propia.

La última variable utilizada como proxy de la financierización corresponde al Producto Interno Bruto generado por el sector de servicios financieros, el cual nuevamente sigue la tendencia del agregado monetario M4, impulsando el crecimiento del PIB per cápita a medida que este también aumenta. La relación directa encontrada puede explicarse porque esta variable explicativa comprende el valor total del producto generado por los servicios financieros y de seguros, mismos que también se contabilizan como un componente de la variable dependiente. Por lo que es comprensible que ambas sigan una tendencia similar.

Gráfica 3.6 México: regresión lineal del PIB per cápita respecto al PIB de servicios financieros.



Fuente: elaboración propia.

Así, es posible explicar que la regresión con todas las variables explicativas en conjunto tiene una pendiente positiva y, en consecuencia, una relación directa sobre el producto per cápita porque el elemento con mayor peso o mayor significancia en el modelo es el agreado monetario M4, cuyo coeficiente Beta 2 también presenta el valor más grande en la estimación. Por lo tanto, esta logra hacer un contrapeso hacia las implicaciones negativas calculadas para el grado de financiarización y el crédito a los hogares.

En consecuencia, es posible identificar un patrón de crecimiento en el producto del país cuando este es afectado por las variables que incluyen dinero actualmente en circulación o altamente líquido o que se encuentra asociado al propio sistema productivo. Mientras que las variables que contabilizan puramente los elementos de inversión en instrumentos financieros, activos del mercado de capitales u otras manifestaciones del capital ficticio, como el grado de financiarización $M4-M1/PIB$ y el crédito a los hogares, tienen un impacto inverso, por lo que a medida que este tipo de instrumentos financieros incrementan se genera una respuesta descendente sobre el PIB per cápita.

3.3 Conclusiones parciales del capítulo

El proceso de financiarización se ha desarrollado de diferentes maneras dependiendo de las condiciones sociales, económicas y políticas de cada país. En México, el panorama en el que se desarrolló inicialmente este fenómeno era poco estable, debido a que persistía una aguda crisis fiscal y de balanza de pagos, además de constantes caídas en el producto nacional. En este sentido, la hipótesis inicial partió de la existencia de una relación inversa entre las variaciones en los indicadores de financiarización tomados en cuenta (créditos a los hogares, agregados financieros, grado de financiarización y producto interno bruto del sector de servicios financieros) y el crecimiento económico, definido por el PIB per cápita. Pero, en contraste de los resultados esperados, no es posible confirmar la validez de tal hipótesis debido a que el modelo mostró que sí existe un impacto positivo sobre el producto ante un incremento en la financiarización.

Por otra parte, cabe distinguir que se encontraron dos elementos importantes que difieren de los resultados aportados por Gertler y Rose (1999), donde el crédito privado y el grado de financiarización —nombrado en su estudio como “cuasi dinero”— tuvieron un efecto incremental sobre el PIB per cápita. En tanto que el modelo desarrollado en la presente investigación mostró que particularmente estas dos variables presentan una relación inversa respecto al producto en México. Además, sugiere que la velocidad de crecimiento de los indicadores financieros es mayor que la del PIB per cápita. Lo que puede ser una situación preocupante en el sentido de que, a medida que estas variables evolucionan individualmente, estas se podrían ir separando en el tiempo, aumentando así con mayor rapidez la riqueza financiera que el producto del país, impactando negativamente sobre la distribución del ingreso en el largo plazo.³⁴

³⁴ Esta situación refiere a la llamada “fuerza de divergencia” identificada por Piketty (2014), quien plantea la hipótesis de que existe cierta tendencia al incremento de la desigualdad en el largo plazo a medida que la tasa de retorno del capital supera la tasa de crecimiento del producto.

Capítulo 4. Conclusiones generales

La inserción de México en el proceso de financiarización subordinada se potenció formalmente con la desregulación financiera implementada a partir de la crisis de deuda de la década de 1980. Esto impulsó un fuerte crecimiento en los flujos de capital financiero extranjero y, de manera simultánea, ocurrió una pérdida de dinamismo en los sectores productivos de la economía. Lo que impactó negativamente sobre el crecimiento y modificó la dinámica de acumulación en el país. En consecuencia, este proceso propició la ampliación de la brecha de desigualdad en la distribución del ingreso, pues estimuló la velocidad de acumulación de ganancias para los deciles superiores de la población, mientras que los deciles menor remunerados quedaron rezagados de los beneficios que supuestamente representaría la liberalización económica para México.

A lo largo del primer capítulo de esta tesis se presentó una recopilación de tres distintos enfoques teóricos de la financiarización, el de la perspectiva marxista, la escuela poskeynesiana y la corriente heterodoxa de la llamada financiarización subordinada. Con lo que es posible formular una serie de características generalizadas sobre este proceso, coincidentes en los tres enfoques mencionados: a) consiste en la creciente preponderancia de las actividades financieras sobre las diversas esferas de la economía, b) este fenómeno modificó el modo de apropiación de ganancias y el patrón de acumulación de capital, c) reduce los incentivos para la inversión en el sector productivo y d) provoca que las economías sean más vulnerable frente a las variaciones en el mercado bursátil. De manera concreta, la visión heterodoxa sostiene que la financiarización se gestó dentro de los países desarrollados y se expandió progresivamente sobre las economías de emergentes, como el caso de México, suscitando así la subordinación de las finanzas periféricas respecto a las de los países centrales.

La financiarización subordinada le facilitó el acceso a mayores vías de financiamiento a las empresas privadas, al sector público y a los hogares mexicanos, pero esto se sostuvo principalmente en la masiva entrada de capital extranjero, por lo que simultáneamente incrementó la dependencia de las economías emergentes hacia los mercados financieros internacionales. Tal dependencia se sustenta en las divergencias estructurales que comprenden a las economías desarrolladas y a aquellas aún en desarrollo y en la jerarquía de divisas que sitúa a las monedas periféricas en la base inferior de la pirámide. De manera que

las consecuencias económicas de este proceso divergen en cada región. Para los países en desarrollo, este significó el aumento en el endeudamiento de las entidades públicas y privadas frente a instituciones extranjeras, la disminución de la reinversión productiva, la pérdida de dinamismo de sus sectores productivos y el incremento en la desigualdad del ingreso.

En este sentido, el capítulo dos analizó el contexto político y económico en el que México recibió a la ola de financiarización a partir de la década de 1980, así como la manera en que las autoridades gubernamentales manejaron los procesos de privatización y de liberalización comercial y financiera. Adicionalmente se examinó la evolución de una serie de indicadores económicos clave que, aunados al balance cualitativo, permiten concluir que 1) la laxa regulación financiera estimuló con mucha fuerza el incremento de los flujos de capital financiero en el país, especialmente de aquellos de origen extranjero; 2) la banca múltiple quedó concentrada en principalmente en macrocorporaciones foráneas, donde destaca, en primer lugar, España y en menor medida, Estados Unidos, Hong Kong y Canadá; 3) se redujo la inversión productiva generando una pérdida de dinamismo en la economía y, en consecuencia, la desaceleración en el crecimiento del PIB; y 4) se aceleró el aumento de los ingresos para el decil superior de la población, mientras que los ingresos del 40% de los deciles menor remunerados se quedó estancado, ampliando aún más la brecha de desigualdad.

Con el fin de verificar la existencia de una relación entre el proceso de financiarización y sus efectos sintetizados anteriormente, se elaboró un modelo econométrico sintetizado en el capítulo tres. Este mostró un resultado importante respecto a la manera en que la expansión del sector financiero ha impactado sobre el PIB per cápita en el país, pues contrario a las aseveraciones heterodoxas rescatadas en el primer apartado, los indicadores utilizados en la modelación (créditos a los hogares, agregados financieros, grado de financiarización y PIB de los servicios financieros) indican que no existe una relación inversa entre este conjunto de variables y la evolución del producto per cápita.

Sin embargo, al analizar individualmente la interacción de estos cuatro elementos de la financiarización respecto al producto, fue posible identificar que dos de ellos sí tienen un efecto negativo sobre la variable dependiente: los créditos a los hogares y el grado de financiarización. Ambos se diferencian del agregado monetario M4 y del PIB de servicios

financieros porque estos últimos involucran la cuantificación de una parte del capital que se encuentra en circulación de manera líquida y porque tiene una relación más estrecha con el sector productivo, mientras que los créditos a los hogares y el grado de financiarización contabilizan propiamente a la circulación de capital financiero y ficticio que no se involucra en el sector productivo de manera directa y que tampoco se encuentra expresado de manera líquida.

Es decir, aunque el modelo no capta todas las dimensiones en las que se desenvuelve la financiarización, y dadas las limitantes que ello representa no es posible dar un dictamen absoluto para sentenciar definitivamente al impacto de la financiarización subordinada en México, este establece una aproximación que permite argumentar que, dentro del universo de variables consideradas, este proceso no es perjudicial para el crecimiento económico en su conjunto, pero conlleva una serie de aristas particulares que sí han tenido un impacto regresivo sobre el crecimiento (créditos a los hogares y grado de financiarización).

Como se señaló anteriormente, estas dos variables se relacionan estrechamente con la expresión accionaria y usurera del capital, pues están conformadas por los activos financieros que todavía no tienen un valor real materializado y aún así generan beneficios. Lo que permite una vez más retomar la discusión sobre el capital ficticio y su efecto parasitario propuesta por Marx (1973), pues este permite la reproducción del capital sobrepasando los límites del capital productivo.

En consecuencia, los balances presentados en los tres capítulos anteriores del presente estudio, permiten concluir que, en efecto, el proceso de financiarización impulsó en México un fuerte crecimiento del sector financiero, mismo que continúa en expansión, creando nuevas instituciones intermediarias así como reguladoras para facilitar el acceso a esta clase de activos para gran parte de la población. Pero el descuido y la ausencia de un plan de acción por parte de las autoridades gubernamentales y monetarias, que tomase en cuenta las condiciones rezagadas y heterogéneas que caracterizaban al país respecto a las economías más desarrolladas durante el proceso de liberalización, provocaron una incursión muy desigual de México en la dinámica financiarizada global.

De manera que, aunque la financiarización ha tenido un impacto significativo en el crecimiento económico de México, también la desigualdad en la distribución del ingreso se

vió incrementada, lo que se ha traducido en una disminución del poder adquisitivo de la población, así como en un aumento de la carga financiera de los hogares. En este sentido, los posibles beneficios que traería consigo la liberalización financiera quedaron concentrados en un grupo muy reducido de empresas y bancos. Además, la inmensa cantidad de capital financiero extranjero que se encuentra operando en México implicó adicionalmente una enorme salida de riqueza nacional hacia el exterior.

Finalmente, la coexistencia entre esta serie de elementos significó entonces una separación aún mayor entre los deciles poblacionales de ingresos superiores e inferiores, dejando una enorme masa de habitantes con ingresos insuficientes para cubrir su consumo básico y, en consecuencia, expuestos a las facilidades crediticias que trajo consigo la financiarización. Esto convierte a los estratos socioeconómicos más bajos de la población en un medio de lucro que les mantiene ligados a las finanzas a través del endeudamiento. Con lo que la financiarización muestra ser un fenómeno que se alimenta a sí mismo al tiempo que exacerba las condiciones económicas del país. Por lo que en orden de abordar estos problemas, es necesario desarrollar políticas que reduzcan el endeudamiento de los hogares y la desigualdad en la distribución del ingreso. Así como garantizar que el sector financiero esté regulado de manera que promueva el crecimiento económico y la estabilidad.

Referencias

Cárdenas, E. (2010): “La reestructuración económica de 1982 a 1994” en Elisa Servín (Coord) *Del nacionalismo al neoliberalismo, 1940 -1994*, México: Fondo de la Cultura Económica, pp 182-241.

Correa, E. Vidal, G .y Marshall, W. (2012): Financialization in Mexico: trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics*.

Del Castillo, M. (2017), “*La distribución y desigualdad de los activos financieros y no financieros en México*”, serie Estudios y Perspectivas -Sede subregional de la Cepal en México. No. 172, Ciudad de México, Comisión Económica para América Latina y el Caribe.

Epstein, G. (2005). Introduction. En G. Epstein (ed.), *Financialization and the world economy* (pp. 3-16). Cheltenham: Edward Elgar.

Escobar, M. (2016). *El sistema financiero mexicano : el caso de las administradoras de fondos para el retiro (AFORES) 1997 - 2011*. [Tesis Doctoral]. Universidad Nacional Autónoma de México, México. Recuperado de <https://repositorio.unam.mx/contenidos/90986>

Foster, J. B., & Magdoff, F. (2009). *The great financial crisis. Causes and consequences*. Nueva York: Monthly Review Press.

Gertler, M. y Rose, A. 1994. Finance, public policy and growth en C. Caprio, I. Atiyas & J. Hanson (eds.), *Financial Reform: Theory and Experience*, New-York, Cambridge University Press.

Guerrero, M. (2014). *El sector manufacturero como fuente de crecimiento: las leyes de Kaldor*. [Programa Integrado de Maestría y Doctorado en Ciencias Económicas, Universidad Autónoma Metropolitana].

Lapa, J. (2017). *La financiarización y sus efectos sobre la economía real. El caso de México (1980-2010)*. [Tesis doctoral, Universidad Nacional Autónoma de México]. Repositorio institucional de la UNAM. Recuperado de <https://repositorio.unam.mx/contenidos/100041>

Lapavitsas, C. (2011). El capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera. C. Morera, *La crisis de la financiarización*, 33-90.

- Levy, N. (2014). La función del sector externo en economías financiarizadas. Un análisis de la economía mexicana. *Los falsos caminos al desarrollo. Las condiciones de las políticas de cambio estructural bajo el neoliberalismo: concentración y crisis*, edited by E. Ortiz, Mexico City: UAM-Xochimilco, 197-228.
- Levy, N. (2017). Financiarización y Modelo de Acumulación: La evolución de las deudas y el sector externo de la economía mexicana (Financialization and Model of Accumulation: The evolution of the debts and the external sector of the Mexican economy). *Análisis Económico*, 32(79), 53-75.
- Marx, C.: El Capital T-III, Editorial Ciencias Sociales, La Habana, 1973.
- Moreno Brid, J. C., Rivas, J. C., Ruiz, P. (2005). La economía mexicana después del TLCAN. *Revista Galega de Economía*, 14(1-2).
- Moreno-Brid, J.C, Sandoval, K.J. y Valverde, I. (2016). *Tendencias y ciclos de la formación de capital fijo y la actividad productiva en la economía mexicana, 1960-2015*. México: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
- National Coalition for the Homeless. (2009). Foreclosure to homelessness 2009: The forgotten victims of the subprime crisis. Washington D.C.
- Padilla, O. U. (2017). Reforma de pensiones en México: diseño, promesas y evidencias. *El cotidiano*, (204), 7-28.
- Palley, T. I. (2009). La macroeconomía de la ‘financiarización’: un enfoque de etapas del desarrollo. *EKONOMIAZ. Revista vasca de Economía*, 72(03), 34-53.
- Piketty, T. (2014). El capital en el siglo XXI. Fondo de Cultura Económica. Bogotá.: Fondo De Cultura Económica.
- Powell, J. (2013) Subordinate financialisation: a study of Mexico and its nonfinancial corporations. PhD Thesis. SOAS, University of London
- Roch, E. A. (2000). México y la globalización financiera. *Foro internacional*, 213-254.
- Salazar, F. (2004). Globalización y política neoliberal en México. *El cotidiano*, 20(126).
- Schorr, M., y Wainer, A. (2019). La financiarización del capital. Buenos Aires: Futuro Anterior.

Stockhammer, E. (2007): Some Stylized facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. PERI. Working Paper n° 142 (julio), Amherst.

Stockhammer, E., Ö. Onaran y S. Ederer (2009), “Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area”, Cambridge Journal of Economics, vol. 33, N° 1, Oxford, Oxford University Press, enero.

Stockhammer, E. (2012). “Financialization, income distribution and the crisis” en *Investigación Económica*, vol. LXXI, núm. 279, Facultad de Economía. México.

Sweezy. P.M. (1942) The Theory of Capitalist Development. *Monthly Review Press*, New York

Sweezy, P. M. (1994). Monthly Review in historical perspective. *Monthly Review*, 45(8), 1-8.

Toussaint, E. (2004). Las dos fases del ajuste estructural. En Toussaint, E. *La bolsa o la vida. Las finanzas contra los pueblos*. 2ª. Ed. (2004) CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina.

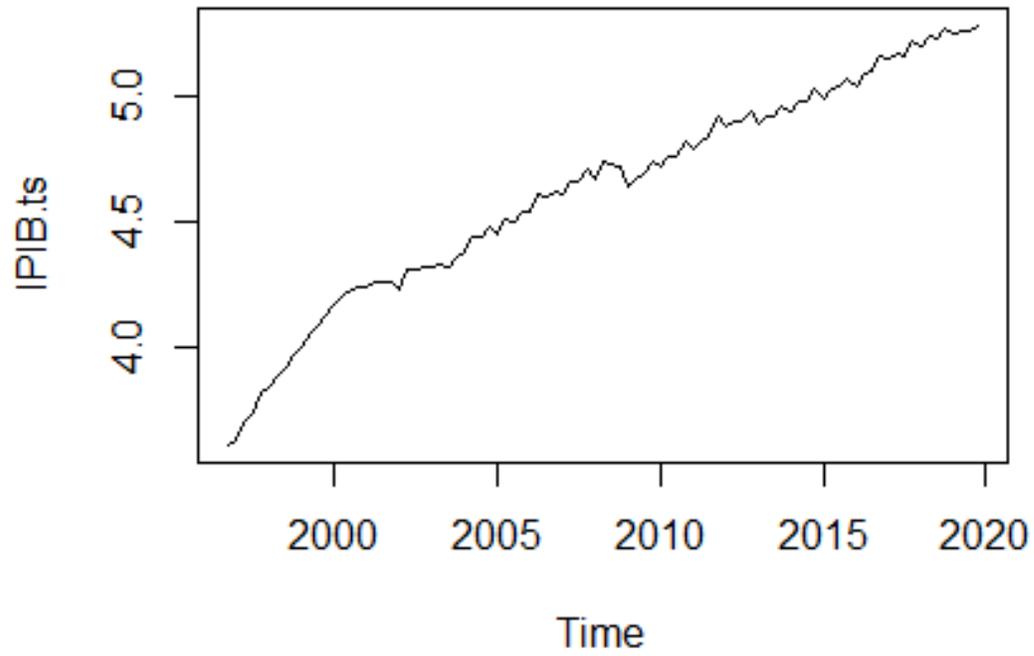
Vargas, J. (25-26 de octubre de 2011). *Origen de la financiarización en la economía mexicana, formas de desplazamiento y crisis 1989-2011* [Ponencia]. Seminario Financiarización y Crecimiento Económico. Asimetrías y afinidades entre países desarrollados y en desarrollo. División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM.

Villavicencio, G. (2021). Financiarización subordinada y emisión de títulos de deuda en América Latina: las experiencias de Argentina, México y Brasil. *El Trimestre Económico*, 88(349), 181-200. <https://doi.org/10.20430/ete.v88i349.966>

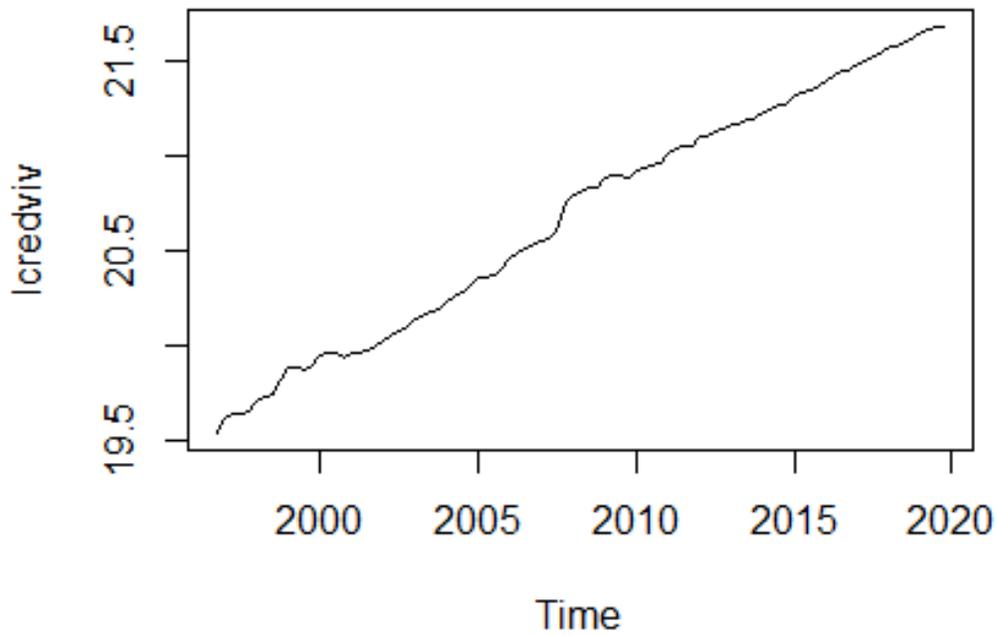
Anexos

Anexo A. Estacionareidad y primeras diferencias de las series de tiempo.

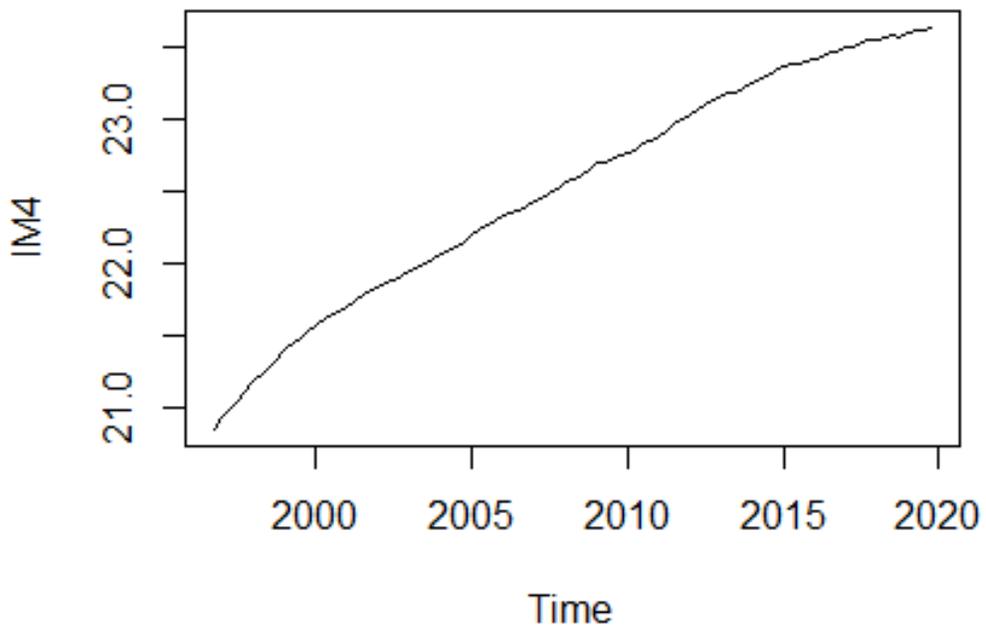
Gráfica A.1 México: logaritmo del PIB per cápita (1996-2020).



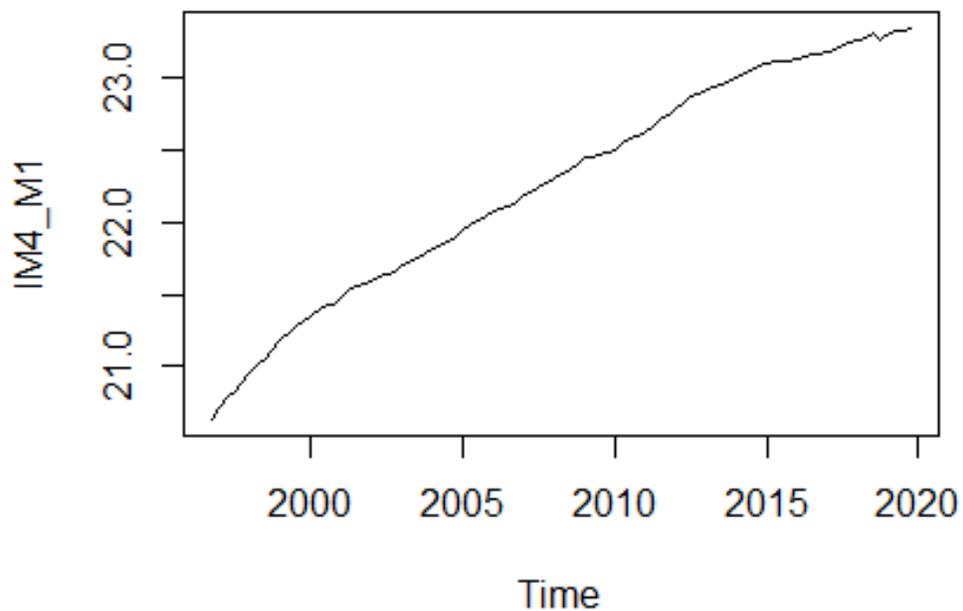
Gráfica A.2 México: logaritmo de créditos a los hogares (1996-2020).



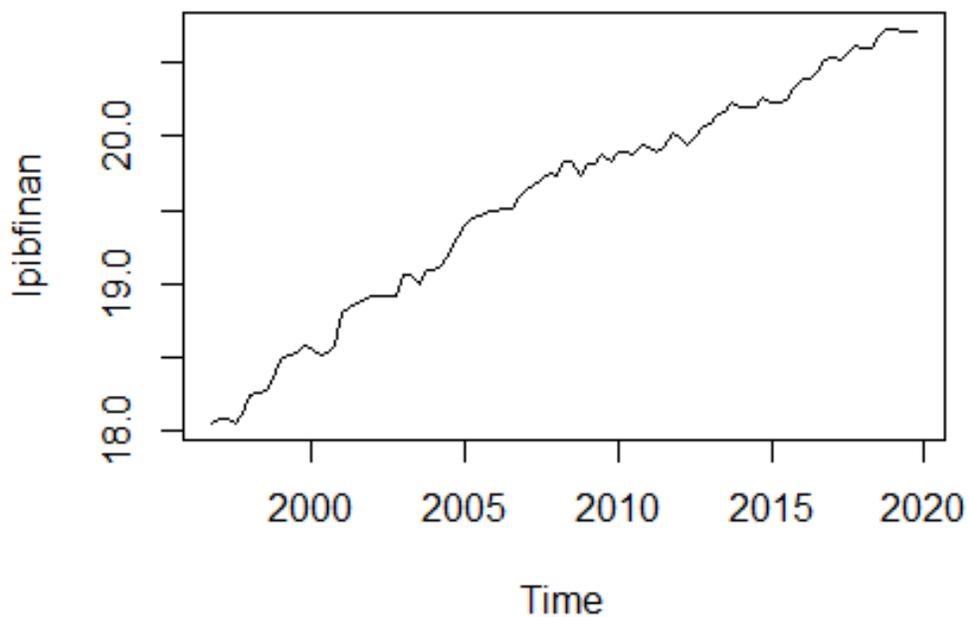
Gráfica A.3 México: logaritmo del Agregado Monetario M4 (1996-2020).



Gráfica A.4 México: logaritmo del grado de financiarización (1996-2020).



Gráfica A.5 México: logaritmo del PIB financiero (1996-2020).



Cuadro A. 1 PIB per cápita: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -3.4903 6.5006 6.8465

Critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.2 Crédito a los hogares: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -1.7583 5.7127 1.9332

Critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.3 Agregado monetario M4: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -0.6747 4.8715 4.0124

Critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.4 Grado de financiarización (M4-M1/PIB): Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -1.095 3.0373 2.3735

Critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

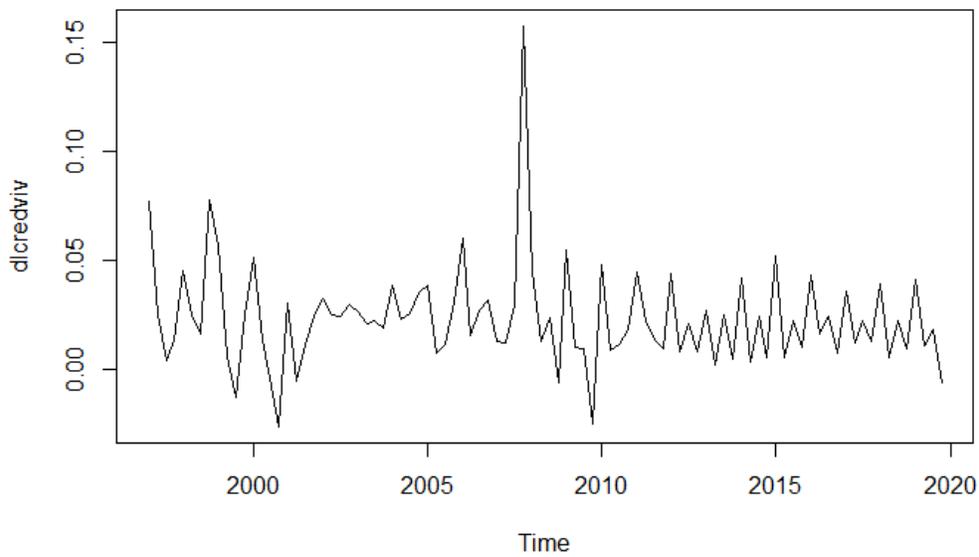
Cuadro A.5 PIB financiero: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -2.378 12.8088 5.1298

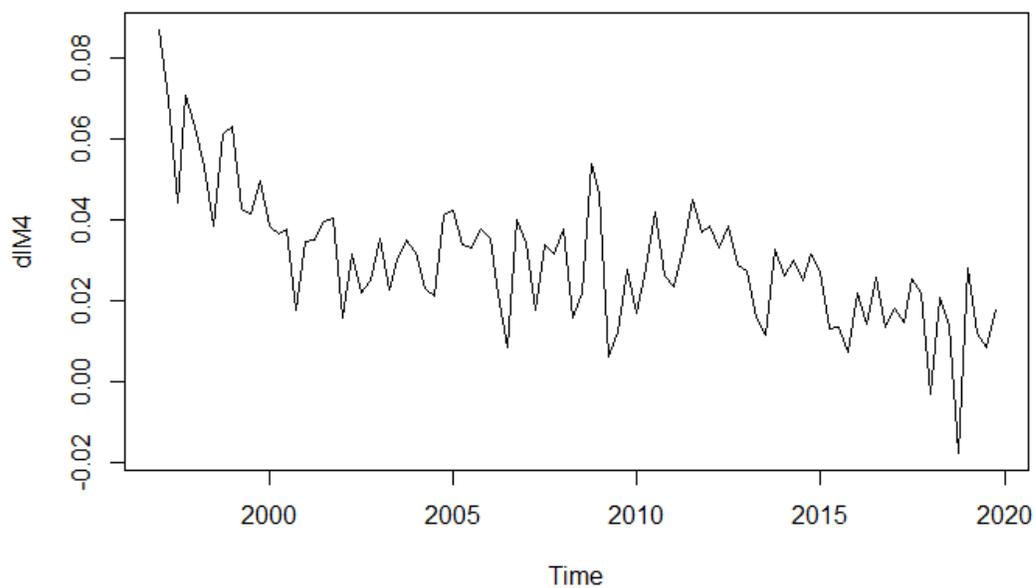
critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

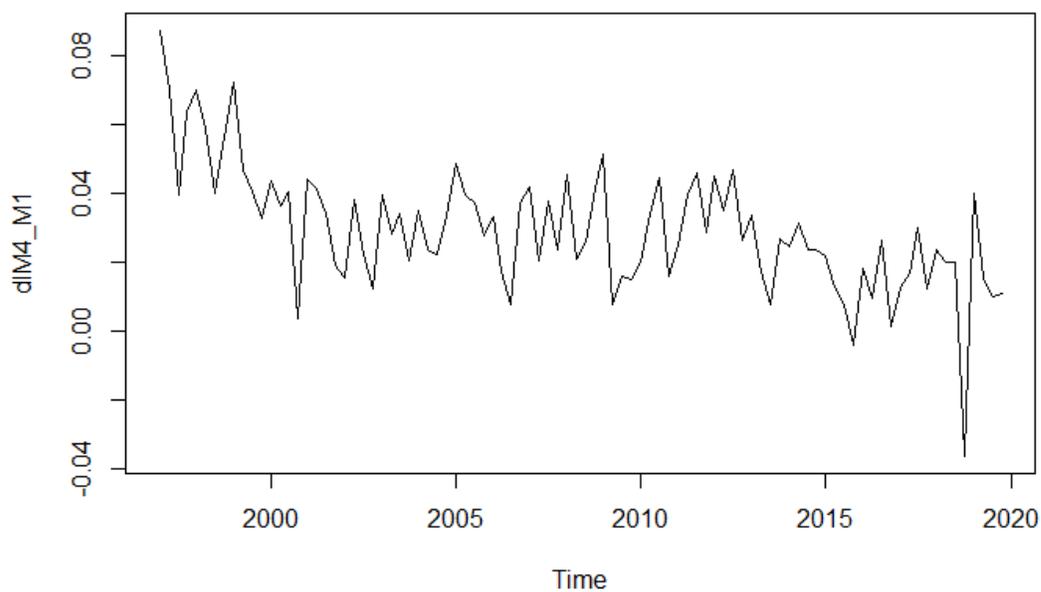
Gráfica A.6 Crédito a los hogares: primeras diferencias sobre serie logarítmica (1996-2020).



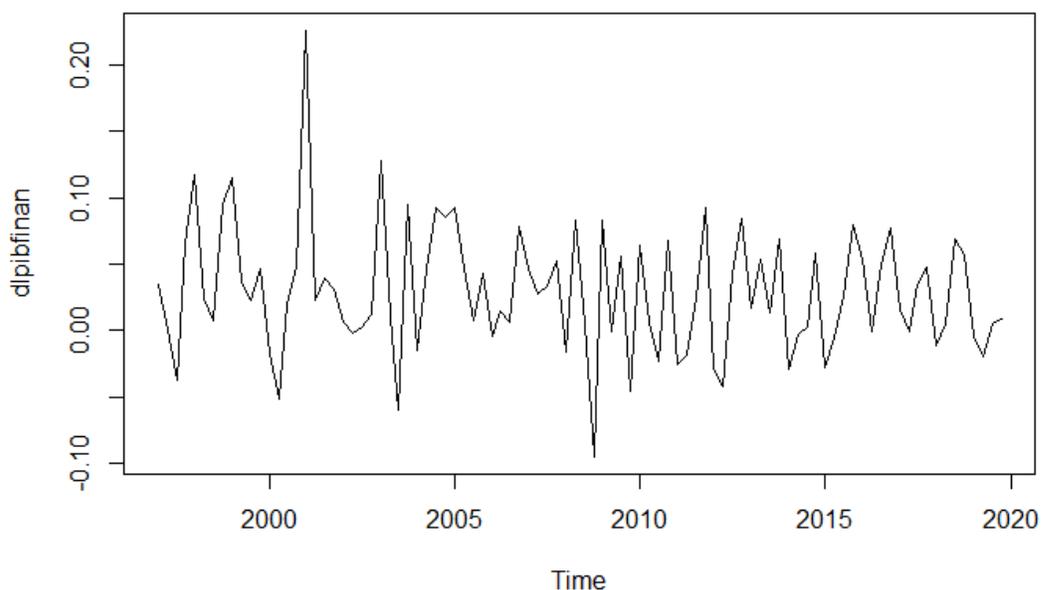
Gráfica A.7 Agregado monetario M4: primeras diferencias sobre serie logarítmica (1996-2020).



Gráfica A.8 Grado de financierización (M4-M4/PIB): primeras diferencias sobre serie logarítmica (1996-2020).



Gráfica A.9 PIB financiero: primeras diferencias sobre serie logarítmica (1996-2020).



Cuadro A.6 Crédito a los hogares: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre primeras diferencias de la serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -4.0888 5.5951 8.3777

critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.7 Agregado monetario M4: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre primeras diferencias de la serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -4.1896 6.2768 8.9551

critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.8 Grado de financiarización (M4-M1/PIB): Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre primeras diferencias de la serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -3.3832 4.4034 6.0668

critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro A.9 PIB financiero: Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre primeras diferencias de la serie logarítmica (1996-2020).

value of test-statistic is: -8.011 21.4519 32.1295

critical values for test statistics:

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Anexo B. Pruebas de hipótesis de la regresión estimada.

Cuadro B. 1 Durbin-Watson de la regresión transformada por MCG

Durbin-watson statistic
(original): 0.63338 , p-value: 8.034e-17
(transformed): 2.41498 , p-value: 9.617e-01

coefficients:

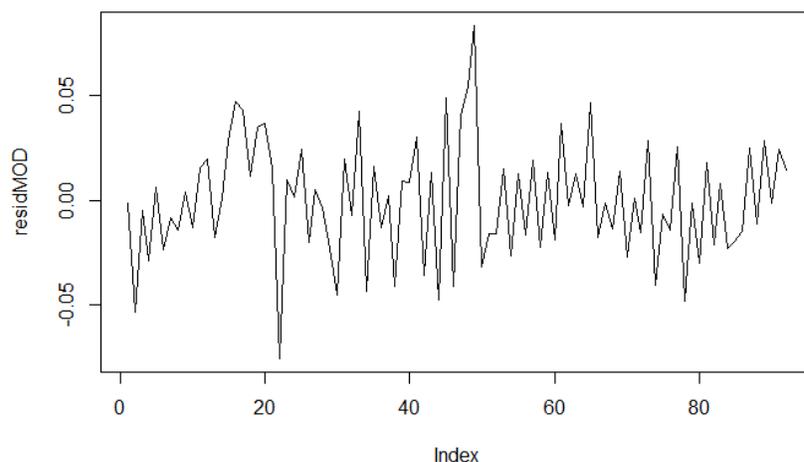
(Intercept)	log(Cred_consumo.ts)	log(Cred_vivienda.ts)	log(M4.ts)
-5.408195	0.064865	-0.166558	1.684709
log(M4_M1.ts)	log(PIB_financiero.ts)		
-1.243372	0.100349		

Cuadro B.2 Coeficientes de la regresión estimada por medio de Mínimos Cuadrados Generales

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	-1.346522	0.121393	-11.0922	< 2.2e-16
mcgcred_viv.ts	-0.345781	0.111770	-3.0937	0.002658
mcgM4.ts	1.812873	0.414473	4.3739	3.373e-05
mcgM4M1.ts	-1.147760	0.411187	-2.7913	0.006451
mcgPIBFinan.ts	0.126068	0.063483	1.9859	0.050197

n = 92, p = 5, Residual SE = 0.02840, R-Squared = 0.93

Cuadro B.3 Distribución de los errores del modelo



Cuadro B.4 Prueba aumentada de Dickey-Fuller sobre los errores de la regresión estimada.

```
value of test-statistic is: -4.1346 5.7537 8.5478
```

```
critical values for test statistics:
```

	1pct	5pct	10pct
tau3	-4.04	-3.45	-3.15
phi2	6.50	4.88	4.16
phi3	8.73	6.49	5.47

Cuadro B.5 Prueba Jarque Bera de normalidad de los errores de la regresión estimada.

```
Jarque Bera Test
```

```
data: MOD$residuals  
X-squared = 0.21597, df = 2, p-value = 0.8976
```

Cuadro B.6 Test de Breusch-Pagan sobre la regresión estimada.

```
studentized Breusch-Pagan test
```

```
data: MOD  
BP = 2.4533, df = 4, p-value = 0.653
```

Cuadro B.7 Prueba Goldfeld-Quandt sobre la regresión estimada.

Goldfeld-Quandt test

data: MOD
GQ = 0.76439, df1 = 40, df2 = 40, p-value = 0.8004
alternative hypothesis: variance increases from segment 1 to 2

Cuadro B.8 Prueba de Ramsey sobre errores de especificación de la regresión estimada.

RESET test

data: MOD
RESET = 1.9906, df1 = 2, df2 = 84, p-value = 0.143