



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**INESTABILIDAD FINANCIERA EN MÉXICO. UN
ESTUDIO DESDE LA HIPÓTESIS DE LA
INESTABILIDAD FINANCIERA DE HYMAN P.
MINSKY.**

TESINA

Que para obtener el título de

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

JOSÉ EDUARDO JUÁREZ MACIEL

DIRECTOR DE TESINA

RAÚL CARBAJAL CORTÉS



Ciudad Universitaria, Cd. Mx., marzo 2024



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Contenido general

INTRODUCCIÓN GENERAL.....	3
ANTECEDENTES	5
ACERCAMIENTO A LA HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA	9
CAPÍTULO 1. HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA: ELEMENTOS DE LA TEORÍA DE MINSKY	13
EXPECTATIVAS, INVERSIÓN Y GANANCIAS.....	14
POSTURAS FINANCIERAS Y VALIDACIÓN DE DEUDAS	17
<i>Empresas.....</i>	<i>19</i>
<i>Hogares.....</i>	<i>20</i>
<i>Gobierno.....</i>	<i>21</i>
ECONOMÍA EUFÓRICA	21
OPERACIÓN DEL DINERO AJUSTADO.....	24
DOMINIO DE LA ESTABILIDAD	25
ACCIONES PARA PREVENIR EL COLAPSO	27
CAPÍTULO 2. CRISIS FINANCIERA DE 2007-2008 EN ESTADOS UNIDOS: UNA REVISIÓN DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA HIPÓTESIS.....	29
LA CRISIS FINANCIERA Y SUS CAUSAS	30
IMPORTANCIA DE LAS INNOVACIONES EN EL PERIODO EUFÓRICO	34
CRISIS EN EL MERCADO INMOBILIARIO	36
MEDIDAS PARA MITIGAR LA CRISIS	38
CONSIDERACIONES FINALES	41
CAPÍTULO 3. CRISIS FINANCIERA EN MÉXICO DE 1994: UNA REVISIÓN DE SUS CAUSAS	44
LUCHA CONTRA LA INFLACIÓN	44
EL DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE Y SUS CONSECUENCIAS	49
EL PROBLEMA DEL TIPO DE CAMBIO SOBREVALUADO	50
FACTORES POLÍTICOS.....	53
LOS CAMBIOS SUFRIDOS POR EL SECTOR BANCARIO PREVIO A LA CRISIS	54
EL CAMINO A LA DESREGULACIÓN FINANCIERA	55
PRIVATIZACIÓN DE LA BANCA	56
PROBLEMAS DE SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN EN LA ACTIVIDAD BANCARIA	58
LA EXPLOSIÓN DE LA CRISIS Y EL RESCATE BANCARIO	62
CONSIDERACIONES FINALES	64
CAPÍTULO 4. SITUACIÓN FINANCIERA EN MÉXICO TRAS LA PANDEMIA POR COVID-19. ..	66
EFFECTOS INMEDIATOS DE LA PANDEMIA POR COVID-19 EN LA ECONOMÍA MEXICANA.....	67
PRINCIPALES DEMANDANTES Y OFERENTES DE CRÉDITO: REVISIÓN DE CAMBIOS EN LA SITUACIÓN ENTRE 2020 Y 2022	69
<i>Situación para el año 2020.....</i>	<i>69</i>
<i>Situación en 2021</i>	<i>78</i>
<i>Situación en 2022.....</i>	<i>88</i>
CONCLUSIONES	98
BIBLIOGRAFÍA	105

Introducción general

La hipótesis de inestabilidad financiera desarrollada por Hyman P, Minsky ofrece una posible explicación a las crisis por las que la economía global ha atravesado a lo largo de su historia.

Dicha hipótesis, centra el análisis en un común denominador de todas las crisis financieras, además de considerar aspectos como el papel de las expectativas de los inversores, la deuda y el carácter cíclico de la economía.

Adicionalmente, la percepción del dinero por parte de Minsky es que este es endógeno¹, por lo que el sector bancario tiene un papel crucial en el desenvolvimiento de la economía, además de claro, ser un factor de inestabilidad.

Tal concepción del dinero endógeno es muy relevante hoy en día, particularmente por la importancia que tienen los créditos en el consumo y en la inversión, por lo que al revisar que esta teoría considera el papel de la deuda y su relación con el ciclo económico, por lo tanto, es de gran relevancia en la actualidad, más teniendo como referencia la crisis financiera de 2008-2009 en Estados Unidos, en la cual los bancos tuvieron un papel protagónico.

Otro aspecto relevante para la hipótesis es la posibilidad de complementar el estudio mediante el análisis de datos históricos y con esto, poder darle un enfoque más cuantitativo y estadístico al estudio. De forma que, al mencionar la hipótesis que en periodos donde la población tiene confianza y buenas expectativas, el nivel de deuda aumenta, mientras que en periodos de crisis los bancos contraen su oferta de crédito, es posible entonces analizarlo mediante la revisión de información disponible sobre el crédito.

¹ De acuerdo con Ruiz (2011) la concepción endógena significa rechazar que la autoridad monetaria sea quien determine la cantidad de dinero en la economía, dándole importancia a la banca en la creación de dinero.

Con la base teórica de la hipótesis, así como el uso de datos históricos, es posible realizar un análisis del caso mexicano, tanto para el periodo 1994-1995, como para la situación en la economía tras la pandemia por COVID-19.

Dicho análisis permitirá revisar si los factores que explican la inestabilidad financiera en una economía avanzada son aplicables para el caso mexicano, considerando las diferencias en el tamaño y comportamiento de las economías, así como en las instituciones financieras.

En cuestión del segundo periodo seleccionado, el choque externo, causado por la pandemia por COVID 19, llegó a desequilibrar el entorno financiero en el país, lo cual podría explicarse considerando los elementos de la teoría.

Por lo tanto, es necesario contar con una teoría enfocada en la inestabilidad endógena de la economía, para de esta manera, identificar y exponer los elementos representativos de la teoría, y de esta forma, evaluar el empeoramiento del sistema a causa de un choque externo.

La teoría de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky permite identificar los elementos comunes de las crisis financieras en cualquier parte del mundo, por lo que, gracias a tal teoría, es posible analizar sucesos en periodos de tiempo distintos, pero que pueden presentar propiedades en común.

Por lo tanto, y de acuerdo con lo anterior, el objetivo principal del presente trabajo será utilizar la hipótesis de la inestabilidad financiera desarrollada por Hyman P. Minsky para estudiar casos mexicanos de crisis, para esto, es necesario primeramente exponer los elementos teóricos fundamentales en los que se basa la hipótesis de la inestabilidad financiera desarrollada por Hyman P. Minsky, para tener una base teórica sólida al momento de hacer la revisión.

Previo a la revisión del caso mexicano y considerando los elementos principales identificados en la teoría, se hará una revisión de la crisis financiera de 2008-2009 en Estados Unidos, ya que como se verá en su momento, permite un buen

acercamiento con esta teoría. Posteriormente, iniciando el análisis para el caso mexicano, se revisará la crisis ocurrida durante el periodo 1994-1995 en México, para revisar si los elementos de una teoría pensada para una economía desarrollada como Estados Unidos, permiten analizar un caso mexicano.

Finalmente, se analizará la situación del caso mexicano tras la pandemia por COVID-19, poniendo énfasis en la situación del crédito en la economía, elemento que como se verá posteriormente, es relevante para evaluar la estabilidad de una economía.

Antecedentes

El presente trabajo utiliza la hipótesis de la inestabilidad financiera, desarrollada por Hyman P. Minsky, la cual surge como una teoría alternativa a la síntesis neoclásica, ya que consideraba necesario contar con una teoría que sea capaz de explicar la inestabilidad de la economía, además de considerar el dinero endógeno y la importancia del financiamiento para el funcionamiento normal de una economía.

El propio autor define a la hipótesis de inestabilidad como una variante de la economía postkeynesiana, la cual considera el papel del tiempo y la incertidumbre, particularmente en relación con los precios de los activos de capital, la inversión y las estructuras de pasivo de los agentes dentro de una economía.²

Para entender los elementos principales de la hipótesis de la inestabilidad financiera, entonces, hay que tener en cuenta las proposiciones de la síntesis neoclásica que el autor contrasta, además de las ideas de Keynes, las cuales sirven de referencia para el posterior desarrollo de la hipótesis de la inestabilidad financiera, realizada por Minsky.

Minsky (2016) en el análisis que realiza sobre la síntesis neoclásica, indica que para esta corriente, las crisis financieras y las perturbaciones en la producción y el

² El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 5.

empleo son consideradas como simples anomalías, lo que aparece son desviaciones del equilibrio de pleno empleo a corto plazo, provocados por la rigidez de los precios y los salarios nominales, para ajustarse inmediatamente ante cualquier exceso de oferta o de demanda que prevalezca en los mercados, mientras que Keynes le da un papel importante, al igual que Minsky, al comportamiento de los agentes ante la incertidumbre.

Tanto Keynes como Minsky, ven a la economía como monetaria con instituciones financieras sofisticadas, mientras que ven al dinero como endógeno, ya que Minsky menciona que *"En una economía capitalista que funciona normalmente, en la que el dinero es principalmente deudas con los bancos, el dinero es constantemente siendo creado y destruido"* (Minsky, 2016, p. 72). Esta distinción entre dinero exógeno y endógeno para las teorías es particularmente importante para el desarrollo de la hipótesis de la inestabilidad financiero, debido a que, si se considera endógeno, el dinero es fundamental para el funcionamiento de la economía, mientras que, si se considera exógeno, no afecta, en sentido de que la autoridad monetaria es quien determina la cantidad de dinero en la economía, sirviendo este como facilitador de transacciones.

Una proposición importante de Keynes, de la cual se apoya Minsky para su teoría, es considerar que los cambios en las expectativas afectan en gran medida a las variables financieras (precios de activos financieros, valoración de mercado de activos de capital, etc.), es decir, considerando que el futuro es incierto, las decisiones actuales de inversión y financiamiento se realizan en un entorno con incertidumbre, además de que las expectativas pueden cambiar en el corto plazo, lo cual afectaría al precio relativo de activos de capital e instrumentos financieros.

Para Keynes, variables como el dinero, preferencias en estructuras de pasivos, la combinación de activos de capital disponibles y la oferta de activos financieros, generan los precios de los activos de capital, además, considera que cada capital y activo financiero es una combinación de efectivo rápido (determinado por la facilidad

de obtener liquidez) e ingresos futuros, así como cada pasivo es un compromiso contingente de pago en efectivo.³

La teoría de Keynes considera que cuando recién ha ocurrido una crisis financiera, así como un proceso de deflación de la deuda, los procesos endógenos del mercado son ineficientes y tenderían a empeorar las cosas, además, veía el progreso de la economía como un proceso cíclico, es decir, un elemento más del ciclo de la economía.

Otros elementos importantes es que tanto la demanda efectiva (que se entiende como la suma de la demanda de consumo y la demanda de inversión, inicialmente una economía cerrada sin considerar gobierno), como los procesos de mercado, los cuales determinan cada equilibrio transitorio de la demanda y oferta agregada, son importantes, ya que permiten comprender los procesos dinámicos que determinan el comportamiento de la economía.

Considera que se tienen fallos de mercado debido a que los procesos de mercado no logran que la demanda efectiva alcance el pleno empleo, además, en el caso de que la demanda efectiva sea suficiente, se logre el pleno empleo, y este se mantenga, se tendrán procesos de mercado que conducirían a un auge financiero y de inversión especulativa.

De acuerdo con lo anterior, cada empresa ofrece empleo y produce con base en las ganancias esperadas, entonces, la demanda de mano de obra dependerá de las expectativas a corto plazo, de forma que tales expectativas conducen a la producción de bienes de consumo e inversión.

Además de decidir el nivel actual de producción, también las empresas deben analizar la posibilidad de ampliar la capacidad productiva, de forma que, si el uso de la capacidad disponible dependerá de variables como el precio, costo y las

³El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 3 y 4.

expectativas de ganancias a corto plazo (seis meses, uno o dos años), la decisión de expansión dependerá de las expectativas de ganancia a un plazo mayor. Por lo tanto, y como elemento importante para la teoría de Keynes, la incertidumbre es común en la economía en todo momento, y es importante para determinar aquella parte de la demanda efectiva que se deriva del comportamiento de la inversión.

Hay una diferencia entre la demanda de inversión y la demanda de consumo, donde la de consumo depende de los ingresos más la demanda de activos capitales, y la de inversión depende de disponibilidad de financiamiento externo a corto y largo plazo, por lo que la demanda de producción de inversión se verá afectada por las expectativas a largo plazo de empresarios y de la comunidad financiera.

Por otro lado, considerando que los agentes de la economía se enfrentan a compromisos de pago, el efectivo necesario para cumplir con los compromisos de pago de los hogares dependerá de salarios y otros ingresos del hogar, mientras que para las empresas dependerá de las ganancias y otras fuentes de efectivo, además de la forma en que las expectativas de ganancias a largo plazo puedan modificar los precios de activos, ya que dependiendo del nivel de las posibles ganancias futuras, será la cantidad de demanda de los activos, modificando sus precios.

La demanda de inversión determina si las expectativas de ganancias de los empresarios están validadas o no, ya que, en un nivel adecuado de inversión, se generarán las ganancias esperadas con el nivel producido a tal nivel de inversión, y esto conducirá a que las empresas ofrezcan el mismo nivel de empleo para generar el mismo nivel de producción. Si se estabiliza la inversión, se determina el flujo agregado de ganancias y eventualmente, el empleo se establecerá a cierto nivel, anticipando de forma correcta el volumen de ganancias que se deriva de la inversión hipotéticamente estabilizada.

De acuerdo con lo anterior, a cada estado de expectativas a largo plazo, corresponderá un nivel de inversión, y si las expectativas a corto plazo se ajustan a las ganancias implícitas a tal nivel de inversión, habrá un nivel de empleo al que se

asentará la economía. Tal nivel de empleo corresponde a un equilibrio implícito, o como lo considera Minsky (2016), un equilibrio "virtual"⁴. Donde, si se alcanza tal equilibrio "virtual" a corto plazo implícito en el estado de las expectativas a largo plazo, y se mantiene, se producirá un comportamiento estable de la economía, y si tal comportamiento se mantiene por cierto tiempo, este se retroalimentará y las expectativas a largo plazo se verán afectadas, lo cual afecta las opiniones sobre las incertidumbres involucradas, que, a su vez, afectan los valores de los activos y las estructuras de pasivos permisibles.

Para mantener tal equilibrio virtual, es necesario que los flujos de ganancia sean suficientes para validar las deudas de los agentes, pero, si se cumplen los compromisos, se afectará la voluntad de financiación de la deuda, es decir, habrá mayor voluntad de financiamiento, lo cual aumenta la fragilidad de la economía.⁵

Acercamiento a la hipótesis de la inestabilidad financiera

Al desarrollar la hipótesis, Minsky (2016) consideró elementos como el análisis de los precios de la producción corriente, los cuales dependen de las opiniones actuales de las condiciones de demanda a corto plazo y el conocimiento actual de las tasas salariales monetarias, de precios de activos de capital, los cuales reflejan expectativas a largo plazo del desarrollo de la economía, y del flujo de ganancias, además de considerar la importancia de las estructuras de pasivo existentes en la economía, así como los compromisos de pago en efectivo, que intervienen en la determinación de precios de activos de capital y la financiación de la inversión.

El papel de la deuda empresarial es particularmente importante, debido a que en su mayoría utilizan financiamiento externo para realizar sus actividades. Considerando lo anterior, Minsky (2016) define tres posturas financieras, de cobertura, especulativas y Ponzi, las cuales, como se verá en el capítulo 1, estarán

⁴ Término utilizado por Minsky (2016) al exponer las ideas de Keynes.

⁵ El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 5.

determinadas por el grado en que se puedan validar las deudas de la empresa, y la composición de estas posturas en la economía, determinará el grado de estabilidad de esta.

En momentos de tranquilidad⁶, donde las ganancias se ajustan a las expectativas, se tendrá una disminución en el valor del seguro que otorga la tenencia de dinero, la cual aumentará el precio de los activos de capital, y una preferencia hacia posturas especulativas e incluso Ponzi, las cuales son más sensibles ante cambios de tasas de interés. Considerando que, para las posturas especulativas y Ponzi, los flujos de caja esperados para validar la estructura llegan más tarde que los compromisos de pago de la deuda pendiente, si se tienen tasas de interés a corto plazo suficientemente altas, las unidades especulativas se vuelven Ponzi, y estas, pueden tener requisitos de flujo de efectivo que exceden las expectativas de flujo de efectivo.

Es importante considerar que las empresas no son las únicas que toman deuda, también lo realizan los hogares y el gobierno, sin embargo, son las empresas las que toman posiciones más riesgosas en la búsqueda de la obtención de ganancias, por lo que su comportamiento es relevante para revisar la fragilidad de la economía.

Cuando la economía se desenvuelve de forma tranquila, se tiene un aumento en la relación de apalancamiento, donde las expectativas y el grado de confianza general de la economía tiene un papel importante, ya que, si la economía está optimista en cuestión de la obtención de ganancias, se incrementará la inversión. Es decir, en ciertos periodos, se tiene una subestimación de los riesgos de apalancarse, lo cual significa que la economía incrementa su inestabilidad, por lo tanto, la inestabilidad es ascendente desde periodos de expansión tranquila hasta un auge inflacionario.

⁶ Entendido como periodos donde no se registran golpes externos a la economía, no se ve afectado el nivel de producción y las expectativas de los agentes son positivas, lo cual incentiva la inversión

Debido a que se tiene un aumento del coeficiente de apalancamiento en la economía para nuevas inversiones, las unidades que ya contaban con deudas, se refinancian para ajustarse a los estándares emergentes, lo cual conduce a que las deudas crezcan a un ritmo mayor que el stock de capital y las ganancias, por lo que la relación entre compromisos de pago y ganancias aumenta.

De acuerdo con el análisis de las posturas financieras, las ganancias tienen una gran importancia para la economía, ya que permiten validar las deudas, además de modificar la inversión actual y futura, debido a que una caída en las ganancias afectará las expectativas, y por lo tanto disminuirá la inversión, lo cual a su vez afecta en mayor medida a las ganancias⁷.

Al considerar que el nivel de expectativas en la empresa puede hacer que la inversión aumente o disminuya, y con esto las ganancias, y desde luego, la posibilidad de cumplimiento de los compromisos de pagos adquiridos por los agentes en periodos anteriores, se tiene un análisis dinámico de la economía, donde Minsky (2016) considera seis etapas de un ciclo económico:

1. Inflación acelerada
2. Crisis financiera
3. Impulso hacia ingresos más bajos
4. Intervención del gobierno a través de su presupuesto y de la autoridad monetaria como prestamista de última instancia
5. Frenado a la recesión
6. Expansión

De acuerdo con lo anterior, es posible considerar a la economía como endógenamente inestable, debido a los procesos de financiamiento, los cuales transforman un sistema tranquilo, en uno que requiere de una expansión continua de deudas, inversión, ganancias y precios para evitar una profunda depresión,

⁷ El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 2.

además de claro, convertirse cada vez más vulnerables ante aumentos fuertes de las tasas de interés, expectativas, y cualquier choque externo que afecte a la economía.

Considerando que la teoría considera al dinero como endógeno, y de acuerdo con que la economía es inestable por la forma en que se financian los agentes, entonces analizaremos como la banca se presenta como un fenómeno desestabilizador crítico, ya que crea dinero, por lo tanto, no solo se debe vigilar el comportamiento de la banca, sino también la forma en que se financian los agentes, debido a que es lo que aumenta la fragilidad del sistema⁸.

Si bien todos estos cambios provocan que la economía se dirija hacia una crisis financiera, veremos como Minsky (2016) considera que es posible frenar tal situación y evitar una profunda depresión mediante la acción del gobierno y la autoridad monetaria.

⁸ El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 4.

Capítulo 1. Hipótesis de la inestabilidad financiera: elementos de la teoría de Minsky

La hipótesis de la inestabilidad financiera, desarrollada por Hyman P. Minsky, hace un esfuerzo por explicar la naturaleza de las crisis financieras, la cual, para el autor, es de carácter endógeno en una economía con instituciones financieras modernas.

En su obra *Can It Happen Again Essays on Instability and Finance*, publicado en 1982, el autor busca aquellas características propias de toda economía, las cuales la podrían llevar a una situación donde se es suficientemente frágil ante modificaciones en el entorno financiero, siendo posible desembocar en una crisis generalizada en la economía.

Entre los elementos relevantes para el entendimiento de la hipótesis, están la existencia de compromisos de pago en las unidades económicas (empresas, intermediarios financieros, familias, etc.), las cuales deben de ser validadas en su totalidad, con las fuentes primarias, secundarias o de reserva de ingreso de las unidades, ya que esto determinará las condiciones en las que se encuentren las diferentes unidades, y como pueden, o no, hacer frente a cambios en las condiciones económicas y financieras, por lo tanto, al ser necesario validar los compromisos de pago, es relevante la determinación del ingreso para las unidades económicas.

La hipótesis de la inestabilidad financiera analiza a una economía, no en el momento en que ocurre la crisis, más bien, desde periodos donde las cosas funcionan de manera tranquila, con expectativas positivas, gracias a las cuales, las unidades económicas están dispuestas a obtener financiamiento externo para realizar inversiones, ya que se cree que la situación se mantendrá, y los flujos de efectivo serán suficientes tanto para hacer frente a sus obligaciones, como para obtener un margen suficiente de ganancia.

Es decir, la hipótesis analiza una economía eufórica, donde se tiene mayor disposición a obtener (así como otorgar por parte de los intermediarios) financiamiento, lo cual va construyendo una pirámide de deuda en la economía.⁹

Esta idea de financiamiento externo, clave para el funcionamiento de la economía en la hipótesis, corresponde a una concepción endógena, ante lo cual Minsky menciona

El sistema monetario está en el centro del mecanismo de creación y pago de la deuda. El dinero se crea a medida que los bancos prestan, principalmente a las empresas, y el dinero se destruye a medida que los prestatarios cumplen con sus compromisos de pago con los bancos (Minsky, 2016, p. 19).

Por lo tanto, resulta relevante analizar el funcionamiento de los bancos, y su papel en el otorgamiento de financiamiento.

Expectativas, inversión y ganancias

Una empresa que decide invertir, digamos, en la ampliación de su planta productiva, o bien, en adquirir capital, lo hará si las condiciones actuales son adecuadas para realizarlo, es decir, en un entorno donde la economía se mantiene con tasas de crecimiento constantes, sin alteraciones en los mercados financieros, así como si el desenvolvimiento nacional e internacional es estable, será más viable realizar inversiones, pero, además, importan las expectativas que se tengan del desenvolvimiento de la economía a plazos superiores, ya que las inversiones generalmente se realizan por etapas, por lo que es necesario tener la expectativa de que la economía se mantendrá en condiciones similares, ya que esto permitirá obtener resultados positivos.

Adicionalmente, para realizar proyectos de inversión, generalmente las empresas buscan financiamiento externo acudiendo a bancos, los cuales analizan la situación

⁹ El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 1,2 y 3.

actual de la empresa (por ejemplo, mediante el análisis de estados financieros) para determinar si la empresa será capaz de hacer frente a las obligaciones, pero además, las expectativas también son relevantes para el posible otorgamiento del crédito, ya que si se cree que en un futuro las condiciones serán favorables, entonces la empresa será capaz de hacer frente a sus compromisos de pago y con esto validar la deuda contraída.

El que las expectativas sean importantes para la decisión de invertir o no, es relevante ya que Minsky hace una abstracción de la economía, que, si bien se analiza de forma muy general, permite entender el mecanismo.

Para tal revisión, (Minsky, 2016) considera que, en una economía cerrada, con gobierno chico, donde se producen bienes de inversión y de consumo, donde el valor total de la producción será igual a los salarios más los ingresos de capital, y suponiendo que todos los salarios se gastan en consumo, y los beneficios no se gastan en esto, entonces la masa salarial es igual a la producción de bienes de consumo, y considerando las ganancias en la producción de bienes de inversión, se obtiene la igualdad (1), donde las ganancias serán determinadas por la inversión:

$$(1) \text{ Ganancias} = \text{Inversión}$$

Por lo que, en periodos donde la economía funciona adecuadamente, además de que se tiene la creencia de que las condiciones permanecerán a mayores plazos y se tienen incrementos en la inversión, esto determinará las ganancias de una economía, concepto clave, ya que estas ganancias permiten validar los compromisos de pago de las empresas, además, estas ganancias a su vez modifican la inversión actual y futura, ya que si se anticipa que se tendrán ganancias suficientes en un futuro, un mayor número de empresas estará dispuesta a financiar inversiones mediante deuda, generando así un círculo virtuoso.

Si bien la igualdad anterior no es más que una abstracción, no parecida a una economía actual, permite entender la importancia de la inversión para la obtención de ganancias, y éstas, para la validación de las deudas.

Ahora bien, considerando una economía abierta, con gran gobierno, donde los trabajadores ahorran, las ganancias también se gastan en consumo, entonces (Minsky, 2016) considera la siguiente igualdad:

$$(2) \text{ Beneficios después de impuestos} = \text{Inversión} + \text{Déficit público} - \text{Déficit en la balanza comercial} + \text{Consumo con cargo a las ganancias} - \text{Ahorro con cargo a los salarios}$$

En esta situación, se tiene un gobierno que contrata trabajadores, compra productos y realiza transferencias, por lo que el gasto público es la suma salarial de los empleados del gobierno, compras a la industria privada y el pago de transferencias, pero, además, el gobierno recauda impuestos, de forma que, si la recaudación de impuestos es menor a la suma de los elementos mencionados anteriormente, será benéfico para las ganancias.

Adicionalmente, al tener una economía abierta, la balanza comercial (importaciones-exportaciones), también influye en las ganancias, por lo que un superávit comercial (más exportaciones que importaciones) es benéfico, mientras que un déficit comercial (más importaciones que exportaciones) afecta a las ganancias.

Finalmente, si se tiene consumo con cargo a las ganancias (por parte de empresarios), esto es benéfico para las ganancias, ya que representa un mayor flujo de efectivo, caso contrario al ahorro de los trabajadores, que afecta negativamente a las ganancias¹⁰.

¹⁰ El desarrollo de las ideas expuestas se basó en Minsky (2016), cap. 2.

El monto total de ganancias que obtenga una empresa servirá para cubrir el precio pagado por los activos de capital, las obligaciones contraídas al obtener financiamiento externo, y claro, obtener un margen de beneficio, lo cual a su vez apoyará a futuras inversiones, considerando que, en el precio, los empresarios incorporan todos estos elementos.

Posturas financieras y validación de deudas

No todas las unidades económicas se encuentran en la misma situación de solvencia y liquidez, además de que cada una tiene diferentes fuentes de ingreso. Para el caso de las empresas, la mayor fuente de ingreso son sus ventas, mientras que para las familias son los salarios, para el gobierno la recaudación de impuestos, y para los intermediarios financieros, el margen que obtengan tras la actividad propia de intermediación. Considerando lo anterior, y sabiendo la importancia de ser capaces de validar las deudas que se tengan, (Minsky, 2016) define tres posturas financieras:

- **Financiamiento de cobertura:** situación en que los flujos de efectivo de la unidad económica superan la totalidad de los compromisos de pago de sus pasivos para cada periodo, es común que estas unidades tengan deudas y capital a largo plazo.
- **Financiamiento especulativo:** situación en que los flujos de efectivo a corto plazo no cubren los pagos a corto plazo, pero sí se supera el costo de los intereses de la deuda, esperando que a largo plazo los ingresos en efectivo esperados superen los compromisos de pago pendientes, es posible realizar refinanciamiento para cubrir los compromisos al corto plazo, sin embargo, puede verse afectada ante aumentos de las tasas de interés.
- **Financiamiento Ponzi:** situación en que los flujos de efectivo a corto plazo no cubren los compromisos de pago en efectivo, además, los ingresos de la

unidad no son suficientes para cubrir con el costo de los intereses de la deuda, en una unidad en esta situación es necesario contraer nueva deuda, o bien, realizar ventas de activos para cubrir con sus compromisos de pago. Una unidad de este tipo es altamente sensible a aumentos en las tasas de interés.

En la economía, se tiene una combinación de estas posturas, las cuales reflejan la evolución histórica tanto del funcionamiento de la economía, como de las expectativas.

En momentos donde la economía tiene un funcionamiento “tranquilo”, es decir, en periodos donde las expectativas de que las ganancias obtenidas por la inversión realizada serán suficientes para la validación de las deudas adquiridas son altas, se provoca una disminución en el valor del seguro que otorga la tenencia de dinero, además de aumentar el precio de activos de capital, vía oferta y demanda, por lo que ante expectativas positivas, se moverá la economía hacia más posturas especulativas y Ponzi.

La peculiaridad, es que estas estructuras son más sensibles a las tasas de interés, ya que generalmente necesitan refinanciar para cubrir con sus compromisos, por lo que aumentos en tasas de interés, ya sea porque el exceso de demanda obliga a los oferentes a aumentarla, ante el mayor deseo de los agentes de participar en la inversión durante un periodo de expectativas positivas, o bien, por la acción de la autoridad monetaria para restringir la actividad, podrían llevar a que las unidades no puedan hacer frente a este aumento del costo de financiamiento, y que unidades especulativas se vuelvan Ponzi, y las unidades Ponzi enfrenten peligro de desaparición. De acuerdo con el anterior, el propio Minsky menciona *que “La estabilidad, o tranquilidad, en un mundo con un pasado cíclico y las instituciones financieras capitalistas es desestabilizadora”* (Minsky, 2016, p. 82).

Empresas

Es necesario que los ingresos brutos de capital esperados de toda empresa sean superiores a los compromisos de pago totales en cada momento, ya que si se está en esta situación, tanto en el valor de libros como en ganancias futuras, se dice que la empresa está en situación de cobertura, ante esto, Minsky menciona “*La postura financiera de una unidad de cobertura puede describirse por el exceso de ingresos en efectivo sobre los compromisos de pago contractuales en cada periodo, un exceso del valor de los activos de capital sobre la deuda y la tenencia de efectivo o activos líquidos*” (Minsky, 2016, p. 39).

En el caso donde en algunos periodos, sobre todo el corto plazo, los compromisos de pago superan el ingreso bruto de capital esperado, se habla de una situación especulativa para la empresa. Una empresa de este tipo tiene déficits al corto plazo, y se espera tener superávits a plazos superiores, ya que la perspectiva de flujos futuros incluye ingresos por recuperación del capital, y en este caso, se superará el monto de los compromisos de la deuda, sin embargo, en todo momento una unidad especulativa es capaz de hacer frente al costo de intereses. Ante esto, el autor menciona “*Los compromisos de pago solo pueden cumplirse mediante la emisión de deuda o mediante la reducción de los saldos de caja durante los periodos en que los compromisos de pago exceden los ingresos pertinentes*” (Minsky, 2016, p. 40).

Si la empresa enfrenta una situación en que, en algunos periodos, si no es que todos, los compromisos de pago en efectivo a corto plazo para pagar intereses no se pueden realizar con el exceso de ingresos sobre costos laborales y materiales, se enfrenta a una situación Ponzi, y en este caso, es completamente necesario tomar más deuda. Una empresa Ponzi podría mantener activos que generan poco o ningún ingreso, esperando que en algún momento estos tengan un rendimiento suficiente para liquidar la deuda y dejar una ganancia considerable.

Hogares

La fuente principal de validación de sus deudas es el ingreso salarial, y en caso de contar con hipotecas, es la diferencia entre el valor hipotecado y el valor nominal de la deuda pendiente.

Las deudas que contraen los hogares se pueden catalogar en tres tipos: totalmente amortizables (todos los compromisos de pago están cubiertos, es decir, una situación de cobertura), parcialmente amortizadas y no amortizadas, donde en estas dos últimas, puede haber casos donde se tengan pagos vencidos superiores a los ingresos salariales anticipados, por lo que se puede considerar esto como una situación especulativa.

Solo en el caso de que ni con los ingresos salariales ni fuentes secundarias de ingreso (seguro de desempleo o transferencias del gobierno, por ejemplo), se puedan hacer frente a los compromisos de pago, se tendrá una situación Ponzi.

Minsky menciona que gran parte de los hogares toman deuda para adquirir instrumentos financieros, lo cual lo convierte en un financiamiento Ponzi, mencionado que *“... si la relación dividendo/precio excede la tasa de interés, entonces la financiación es especulativa, principalmente porque la deuda subyacente es nominalmente a corto plazo. Si los pagos de intereses exceden el dividendo, entonces el financiamiento es Ponzi”* (Minsky, 2016, p. 42).

Al tomar posición de instrumentos financieros, se pueden esperar movimientos en los valores, por lo que, en un auge especulativo, algunos de los compromisos de pago solo se pueden cumplir mediante apreciaciones de los valores de activos.

De forma general, se puede decir que se tienen dos tipos de financiamiento para los hogares, de consumo y de propiedad de activos (principalmente financieros), donde para el caso de consumo, el ingreso disponible de los hogares será el que valide

sus compromisos, mientras que, para la posesión de activos, puede ser mediante los dividendos o intereses, o bien la venta de activos a precio superior (considerando que un aumento en tasas puede causar caída de los precios de los activos, imposibilitando la venta de estos para cumplir con sus compromisos de pago).

Gobierno

Un gobierno también tiene compromisos de pago de deuda, y generalmente realizan refinanciamiento a corto plazo, por lo que se consideran unidades especulativas. Adicionalmente, es importante considerar la relación entre la recaudación impositiva y el gasto de gobierno, ya que esto pueden afectar la reinversión, por lo tanto, al ser unidad especulativa, se ve vulnerable ante aumentos en tasas de interés.¹¹

De forma general, es importante cuestionar el cómo está compuesta la economía, si una gran mayoría de las unidades económicas están en situaciones de cobertura, entonces la economía tendrá mayor estabilidad, mientras que, si se tiene una gran proporción de unidades especulativas y Ponzi, la estructura financiera será más frágil ante cambios en las condiciones financieras.

Economía eufórica

La hipótesis de la inestabilidad financiera analiza a la economía desde periodos donde todo funciona correctamente, con expectativas positivas, y donde las unidades económicas con la creencia de que todo seguirá bien en un futuro, realizan transformaciones en su cartera, así como en su preferencia de liquidez, alterando sus relaciones activos-pasivos, es decir, durante periodos de expansión prolongada y auge económico, se dan cambios estructurales del sistema financiero que provocan la disminución de la estabilidad del propio sistema. Este proceso Minsky (2016) lo define como economía eufórica, periodo en el que se tiene un auge en la

¹¹ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Minsky (2016), cap. 2 y 5.

inversión guiado por la creencia de que el futuro continuara el camino del progreso de forma infinita.

En un periodo como este, se tiene mayor disposición a tomar estructuras de pasivo menos defensivas (es decir, tomar mayor deuda que no se hubiera hecho en periodos turbulentos), para financiar la adquisición de bienes de capital, ya que se piensa que en un futuro los ingresos serán suficientes para validar el pago de estos bienes, los compromisos de pago, además de la obtención de ganancias. Es decir, se tiene mayor demanda de recursos financieros, y a su vez, los propietarios de estos recursos (intermediarios financieros), tienen las mismas expectativas positivas, de forma que tienen mayor disposición de ofrecer financiamiento a unidades que en periodos más inseguros posiblemente no lo hubieran hecho, además, se toma un menor margen de seguridad al ofrecer este financiamiento, ya que no se considera necesario porque la economía marcha correctamente y se cree que esto seguirá así.

En periodos eufóricos, un mayor número de empresas buscaran adquirir bienes de capital, es decir, buscaran invertir, por lo que se da un aumento de los precios que las empresas están dispuestos a pagar por activos de capital adicionales para su producción, precios que, con los ingresos esperados, deberán validarse en su totalidad.

Respecto a este periodo, Minsky menciona

Una nueva era eufórica indica que un auge de la inversión se combina con transformaciones generalizadas de la cartera que disminuyen la liquidez. Las tasas de interés del mercado aumentan porque la demanda de inversión está aumentando, y la elasticidad de esta demanda disminuye con respecto a las tasas de interés del mercado y los términos contractuales (Minsky, 2016, p. 107).

Durante un periodo eufórico, se tienen modificaciones en el sistema financiero, ya que los activos que incorporan protecciones contra situaciones que ahora se consideran improbables (bonos, por ejemplo), se vuelven menos atractivos, disminuyendo su valor de mercado, o bien, demandando una mayor tasa de interés para que se mantengan estos activos en las carteras, y tal aumento de tasas, genera fuertes presiones sobre las instituciones que ofrecen protección y seguridad. Adicionalmente, también los intermediarios financieros participan en la economía eufórica mediante transformaciones en su balance de activos o pasivos, debido a las expectativas positivas a futuro.

Se tienen efectos en el mercado de valores, ya que, ante aumentos del valor del capital real por las expectativas positivas, se dan aumentos en los precios de las acciones, generando también un auge en dicho mercado, ya que se da un cambio en las preferencias de cartera hacia acciones a medida que las expectativas positivas continúan.

Es importante considerar que este periodo eufórico tiene vida corta, ya que esta mayor demanda de inversión, conlleva a un aumento de los precios de los activos de capital, y bien sea por el funcionamiento interno del mecanismo bancario, o bien por la acción del Banco Central para controlar la inflación, se tendrá un importante aumento de las tasas de interés a corto plazo, los cuales conducen a aumentos en las tasas de interés a largo plazo, llevando a una caída en el valor actual de las ganancias esperadas.

Tales efectos ante aumentos de tasas conducen a una disminución de la inversión, reduciendo con esto las ganancias actuales y esperadas, dificultando entonces el cumplimiento de los compromisos de pago, por lo que este periodo eufórico bien podría llegar a su fin, y es el camino a una crisis financiera¹².

¹² El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Minsky (2016), cap. 6.

Operación del dinero ajustado

Minsky (2016) entiende al dinero ajustado como el aumento en las tasas nominales para restringir la demanda de financiamiento por dos vías, la vía convencional, por el propio aumento de las tasas, o bien, vía cambios en las expectativas.

En una economía eufórica, el dinero ajustado será efectivo si logra que la voluntad de las empresas, o bien, hogares, de extender sus estructuras de pasivo, y de los intermediarios de experimentar con sus activos y pasivos, se detenga. Tal dinero ajustado significa que los compromisos de pago de las unidades con deuda pendiente aumenten a medida que se refinancian posiciones, sin embargo, este proceso mismo puede provocar la necesidad de tomar aún más deuda, en casos donde por estos aumentos en tasas no sea posible hacer frente a las obligaciones, o bien, se tenga la necesidad de realizar ventas de los activos en posesión de las unidades, llevando a la caída de los precios.

Si bien el dinero ajustado puede limitar a la demanda en un auge eufórico, con expectativas positivas, es posible que se limite el efecto del aumento en tasas de interés, ya que en periodo eufóricos se tienen innovaciones en instrumentos e instituciones financieras, y la oferta de financiamiento parecería casi infinitamente elástica a tasas ascendentes graduales, ante lo que el Banco Central se verá en la necesidad de buscar limitar aún más el crecimiento de la oferta monetaria (mayor aumento en las tasas nominales), lo cual se realiza en un entorno financiero cada vez más vulnerable (con mayor deuda), pudiendo llevar a un rápido declive tras el frenado de la expansión.

De acuerdo con lo anterior, entonces es necesario que en periodos eufóricos el banco central debe evitar realizar limitaciones tajantes a los bancos comerciales, ya que debe reconocer que existen innovaciones y experimentaciones por estas instituciones, por lo que es necesario que mantenga la tasa de crecimiento de la base de reserva y la oferta monetaria a una tasa consistente con el crecimiento a

largo plazo de la economía, además de buscar controlar la mayor parte posible del sistema financiero.

Con lo anterior, es claro que una economía se vuelve frágil en los periodos donde las cosas funcionan correctamente, a medida que se tiene mayor disposición a tomar pasivos que no se hubieran tomado en otras situaciones, y esta mayor demanda de financiamiento, así como la mayor demanda de inversión, genera presiones inflacionarias, las cuales, ya sea por el propio funcionamiento del sistema bancario, o bien, la acción del Banco Central para limitar la inflación, generarán las condiciones para el final del periodo eufórico, ya que los ingresos pueden verse afectados, y con esto, se dificulta el cumplimiento de los compromisos de pago, preparando el terreno de un posible inicio de crisis financiera, donde el dominio de la estabilidad, la acción de protección del gobierno y la autoridad monetaria, entre otros factores, determinaran el grado en que se pueda enfrentar esta situación¹³.

Dominio de la estabilidad

Hemos visto que es durante periodos de tranquilidad, donde se van gestando las condiciones de inestabilidad en una economía, ya que, con el deseo de las unidades económicas de obtener ganancias, se va incrementando la inestabilidad del sistema a medida que se toman más pasivos, comprometiendo cada vez más una parte de los ingresos para el pago de estos.

Vemos como las expectativas positivas generan un incremento de la inversión, siendo posible durante cierto tiempo validar los compromisos adquiridos, pero una vez que suceda el aumento de tasas de interés, vía racionamiento de crédito, o bien por el intento de la autoridad monetaria de frenar la expansión inflacionaria, se puede generar el quiebre del sistema y establecer el camino hacia una crisis financiera.

¹³ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Minsky (2016), cap. 6.

El grado en que la economía será capaz de hacer frente a un “shock”, dependerá de la estructura financiera, y los vínculos entre la estructura financiera y el ingreso real de las unidades económicas. Entre estos posibles “shocks”, podemos encontrar uno de déficit de flujos de efectivo debido a una caída general del ingreso, o bien, un posible cambio de expectativas, debido al error en la gestión de alguna unidad, generando dudas en los agentes acerca de la estabilidad del sistema.

Se consideran algunos elementos que determinan el dominio de la estabilidad para una economía, primero, la medida en que existe una articulación entre los flujos de efectivo contractuales y habituales de una unidad, y sus diferentes fuentes de efectivo, y el peso en las carteras de los activos que pueden venderse en todo momento al valor, o cercano a su valor, además, también hay que considerar la medida en que las expectativas de crecimiento de precios de los activos han afectado a los precios actuales y a los valores a los que estos activos entran en el sistema financiero.

De acuerdo con lo anterior, Minsky menciona

El ámbito de la estabilidad del sistema financiero es menor cuanto más estrecha es la articulación de los pagos, menor es el peso de los activos protegidos y mayor es la medida en que los precios de los activos reflejan tanto las expectativas de crecimiento como las apreciaciones pasadas realizadas (Minsky, 2016, p.122).

Entre los efectos del dinero ajustado, puede ser provocar que unidades de cobertura pasen a ser especulativas y estas pasar a Ponzi, debido al aumento de las tasas de interés, y con esto, la necesidad de refinanciar para cumplir con compromisos de pago, y este proceso disminuye el dominio de la estabilidad del sistema. Adicionalmente, se tiene mayor preferencia de cartera hacia activos más volátiles que otorgan mayor rendimiento, y se deja a un lado activos protegidos, lo cual contribuye a la pérdida del dominio de la estabilidad.

De forma general, se puede decir que la estabilidad financiera considera dos aspectos del comportamiento de una economía capitalista, primero, la evolución de la estructura financiera a lo largo del periodo “eufórico”, y segundo, los impactos financieros en un corto periodo a causa de la existencia de una economía altamente optimista y eufórica¹⁴.

Acciones para prevenir el colapso

Hay dos elementos importantes para prevenir una crisis profunda, una vez que el periodo eufórico ha llegado a su fin, y la angustia se apodera de la economía. La posibilidad del gobierno de incurrir en déficits, para de esta forma limitar los efectos de la caída en los ingresos, y con esto, evitar un estancamiento, o bien, la función de prestamista de última instancia en casos extraordinarios.

Considerando que los atributos de la inestabilidad financiera son endógenos al sistema, es necesario que la economía cuente con una banca central efectiva, que sea capaz de evitar la propagación de la angustia en la economía y con esto frenar una posible crisis económica.

Si se produce una crisis financiera, el banco central debe intervenir antes de que se produzca un colapso en los valores de activos de mercado que conduciría a una grave depresión, sin embargo, de hacerlo muy pronto y con eficacia, podría no generarse una pausa en la expansión, y las condiciones regresarían de forma rápida a la de una economía eufórica.

Una vez que se den indicios de angustia en la economía, el banco central debería determinar cuan desordenados pueden llegar a ser los mercados antes de que las funciones de prestamista de última instancia sean completamente requeridas, es decir, analizar las condiciones de una posible formación de crisis, y solo en el momento que el colapso sea inminente, actuar como prestamista de última

¹⁴ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Minsky (2016), cap. 6.

instancia, esto debido a que si las condiciones monetarias se relajan demasiado pronto, no se provocará ningún cambio en los balances y composiciones de cartera, y más bien podría reforzarse la expansión eufórica.

Al contrario, si las funciones de prestamista de última instancia se realizan después de que realmente se produce una crisis y se ha dado una revisión de las carteras deseadas, la euforia habrá terminado y se tendrá una relación más estable la composición de carteras de los agentes en la economía, así como un menor nivel de apalancamiento. Adicionalmente, habría que considerar que de realizarlo demasiado tarde, y los precios de los activos caen en gran medida, se llegará a un estancamiento de la inversión, y con esto a una recesión más profunda y prolongada¹⁵.

Considerando la necesidad de actuar en el momento adecuado por el banco central, Minsky menciona *“puede ser que la única forma efectiva de estabilizar el sistema, sin controles de inversión directa, sea permitir que ocurran crisis financieras menores de vez en cuando”* (Minsky,2016, p. 128).

¹⁵ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Minsky (2016), cap. 6.

Capítulo 2. Crisis financiera de 2007-2008 en Estados Unidos: una revisión desde el punto de vista de la hipótesis.

La crisis financiera de 2007-2008, originada en Estados Unidos, si bien sucedió en una economía con instituciones financieras más sofisticadas y diferenciadas que las que analizó Hyman P. Minsky en su obra de 1982, permite analizar las condiciones en que se encontraba la economía estadounidense, antes, durante y después de la crisis con los conceptos vistos en la hipótesis de la inestabilidad financiera desarrollada por Minsky, incluso, algunos autores, como Orlando D. Selley (2011), profesor de la Universidad Autónoma de la Ciudad de México opina que esta crisis permitió el “renacimiento” de autores de corte keynesiana, entre ellos, Minsky, mencionando que *“La aportación de Minsky permite explicar las razones por las cuales la economía se desarrolla de una manera que las crisis se hacen más posibles”* (Selley, 2011, p. 2).

La hipótesis de la inestabilidad financiera considera una economía no solo en el momento en el que estalla una crisis que pone en evidencia la fragilidad de esta, sino, considera todo el proceso en el cual la economía se fue transformando para llegar a esta fragilidad, lo que Minsky (2016) considera como un periodo “eufórico”.

El que una economía incremente su fragilidad durante dicho periodo, considera el endeudamiento que se tome por los agentes económicos de la economía, de forma que mientras los ingresos comunes y complementarios puedan validar las estructuras de deuda que se están tomando, se dice que la economía se encuentra en una posición cubierta, mientras que a medida que las deudas no se pueden validar con las fuentes de ingreso de los agentes, ante aumentos de tasas de interés, o bien por disminuciones en el ingreso ante “shocks” en la economía, se va transitando a una mayor fragilidad (Minsky, 2016).

Estos elementos fueron visibles en esta crisis de 2007-2008, por lo que representa un buen ejemplo más actual para revisar dichos conceptos proporcionados por la teoría.

La crisis financiera y sus causas

Si bien hubo diferentes procesos que llevaron al estallido de la crisis, de acuerdo con Shiller (2013), *“la burbuja inmobiliaria fue una casa importante, sino la causa, de la crisis subprime y de la crisis económica más amplia que enfrentamos ahora”* (Shiller, 2013, p. 29) ya que, como veremos en el capítulo, fue durante el crecimiento de la burbuja especulativa en este mercado, representado por las innovaciones financieras respaldadas en créditos hipotecarios, donde se incrementó la inestabilidad del sistema económico estadounidense.

Por crisis hipotecaria se entiende el colapso del mercado hipotecario en Estados Unidos entre 2007 y 2008, que llevó a la caída de grandes instituciones financieras, como grandes bancos de inversión, lo cual provocó un efecto dominó en la economía estadounidense, llevando a despidos masivos, cierres de empresas y caídas en la actividad económica no solo de este país, sino de forma internacional. Se considera que esta crisis hipotecaria fue más bien el estallido de una burbuja en el mercado inmobiliario, en donde diferentes participantes en la especulación alimentaron dicha burbuja durante más de 10 años, con la búsqueda de ganancias mediante la inversión en dicho sector. (Shiller, 2013).

Robert J. Shiller (2013) en su obra *“The Subprime Solution”*, menciona que dicha burbuja se generó por la creencia generalizada de la sociedad, incluyendo intermediarios financieros, de que los precios de la vivienda tendrían una constante tendencia al alza a través del tiempo, debido a factores como el crecimiento de la población, el crecimiento económico o la posible escasez de elementos de construcción, por lo que, en la búsqueda de inversión, este sector sería una opción rentable.

Esta creencia de que los precios de la vivienda solo podrían subir, provocó que prestamistas e instituciones financieras relajaran sus estándares y estuvieran dispuestos a tomar mayores riesgos al momento de emitir créditos hipotecarios, por lo tanto, se dio una mayor oferta de crédito, alcanzando estratos de la sociedad que antes no tenían acceso (Shiller, 2013).

De acuerdo con lo anterior, surgieron las llamadas “hipotecas subprime”, las cuales son préstamos a personas que se consideran como de alto riesgo, porque no cuentan con historial crediticio o presentan características que típicamente representan probabilidades de impago, es decir, no comprobación de ingresos, no tener un trabajo estable, prestamos superiores a su capacidad de pago, entre otros (Zurita, Froilán y Rodríguez, 2009).

Tales hipotecas subprime comenzaron a expandirse desde la década de los noventa, por lo que muchas personas, incluso sin fuentes de ingreso fijas, tuvieron acceso a créditos hipotecarios y pudieron adquirir viviendas, es decir, en términos de Minsky, cada vez más personas se enfrentaban a niveles de endeudamiento que no eran capaces de hacer frente con sus fuentes de ingreso, ya que en muchos casos ni siquiera contaban con trabajo (caso de créditos NINJA, abreviación de No Income, No Job, No Assets), lo cual, fue un elemento fundamental para el incremento de la fragilidad de la economía (Zurita, et al., 2009).

Sin embargo, la mayor disponibilidad de oferta de crédito por parte de intermediarios financieros y la creencia de que los precios de la vivienda seguirían una tendencia alcista, si bien son elementos que propiamente pueden causar un incremento en la demanda de financiamiento, también hubo otros elementos que participaron en el crecimiento de la euforia en la economía.

Adicionalmente, hay que considerar que tradicionalmente los créditos hipotecarios se realizaban a tasa fija durante toda la vida del financiamiento, sin embargo,

durante esta época se hicieron comunes los créditos a tasa variables, que generalmente funcionaban con bajas tasas en los primeros años del crédito, para posteriormente ajustarlas de acuerdo a una tasa de referencia, por lo que en ciertos años donde las tasas de interés mantenían valores constantes (en torno al 5% entre 1995 y 2000), esto representaba un atractivo para los solicitantes de crédito, ya que apoyaba la creencia de que los costos del financiamiento se mantendrían constantes durante toda la vida útil de crédito, y estos serían capaces de validar su deuda. Tales facilidades en la obtención de créditos apoyaron a que las hipotecas subprime pasaran de un 5% del total de las hipotecas en 1994 al 20% en 2006 (Zurita, et al., 2009).

De acuerdo con lo anterior, un elemento a considerar fue la política monetaria que tuvo el Sistema de la Reserva Federal (FED por sus siglas en ingles), durante este periodo. Considerando el rompimiento de la burbuja de las acciones de las empresas tecnológicas a inicios de la década del 2000, y el ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001, y como mecanismo de estímulo a la economía, la Reserva Federal decidió reducir su tasa clave, es decir, la de los fondos federales, aproximadamente a 1%, durante el año 2003, los cuales se mantuvieron hasta mediados de 2004¹⁶.

Si bien este breve periodo apoyó a la amplificación de las hipotecas de alto riesgo emitidas, no se puede considerar como un factor decisivo para la formación de la fragilidad de la economía, debido a que la emisión de hipotecas subprime ya se estaba dando desde la década de los noventa, por lo tanto, fue más bien un factor de aceleración más que uno de generación.

Ahora bien, en un contexto en que se está dando mayor oferta de crédito, llegando a personas que antes no tenían acceso debido a los controles crediticios de las instituciones, la pregunta más bien sería, ¿Por qué una institución estaría dispuesta a otorgar créditos riesgosos que podrían poner en riesgo su solvencia?

¹⁶ Datos obtenidos de Shiller (2013)

Para revisar esta pregunta, hay que considerar que en el mercado hipotecario se pueden distinguir dos mercados, el primero, donde se originan las hipotecas, y el segundo, donde se negocian las hipotecas ya existentes (Zurita, et al., 2009).

Antes de que dicho mercado secundario se desarrollara lo suficiente, las instituciones que otorgaban el crédito financiaban casi la totalidad de los préstamos inmobiliarios con sus recursos, por lo que ellos mismos realizaban las tareas de revisión, contratación y recolección de pagos, además de que se quedaban con dicho crédito durante toda su vida, por lo que si se daban casos de impago, era el propio intermediario el que sufría las consecuencias. Sin embargo, con el desarrollo del mercado secundario, surgieron innovaciones financieras que permitieron al intermediario emisor del crédito hipotecario, “deshacerse” de dichos créditos. (Zurita, et al., 2009).

Ahora los emisores del crédito buscaban vender dicho crédito rápidamente, y aquí se hacía evidente la utilidad de tal mercado secundario, ya que ahora era posible vender los créditos de forma individual, o bien, mediante el proceso de titulización, que consiste en empaquetar diferentes créditos y venderlo como un activo único. (Shiller, 2013). Este proceso de titulización fue clave para explicar el rápido contagio en la economía una vez iniciada la crisis, ya que había un gran número de involucrados en la compra de estos títulos en todo el sistema financiero.

Dicho proceso consistía, como se mencionó anteriormente, en unir diferentes créditos, ya sea de mismo o diferente nivel de riesgo, y venderlo como un solo título en tal mercado secundario, sin embargo, el factor desestabilizante fue que los inversionistas que adquirían tales títulos, los volvían a empaquetar y los revendían a otros inversionistas, para trasladar el riesgo de estos títulos a otros inversionistas, y no quedarse únicamente con el pago de los dividendos del título. Este proceso de titulización se consideró por los bancos como una forma de distribuir riesgos, ya que si una persona entraba en incumplimiento, no afectaría al título, ya

que este se componía de diferentes créditos, sin embargo, todos estos títulos estaban sustentados en un mismo tipo crédito, que si caía en impago, afectaría a cada uno de ellos (Zurita, et al., 2009).

Importancia de las innovaciones en el periodo eufórico

Un elemento representativo de los periodos eufóricos es que, en un entorno de confianza de que las cosas seguirán comportándose positivamente, los agentes económicos están más dispuestos a tomar riesgos que en periodos de mayor desconfianza no tomarían, además, se dan innovaciones financieras, con el objetivo de incrementar las ganancias, favoreciéndose del entorno favorable en que se encuentra la economía. Esto fue exactamente lo que sucedió durante el periodo eufórico, entendido entre la década de los noventa y 2007, con la titulización.

Si bien las hipotecas subprime, que en sí eran ya innovaciones, representaban cierto riesgo para los intermediarios, ya que se otorgaban sin una evaluación adecuada del riesgo, y a personas que no comprobaban su nivel de ingreso, los intermediarios financieros se vieron motivados a continuar emitiendo dichos créditos, debido a que ya no implicaba quedarse con el crédito durante toda su vida útil, ya que se podía vender en el mercado secundario.

Entre los títulos que se generaron mediante este proceso, se encuentran los MBS (mortgage backed securities), los cuales estaban respaldados en hipotecas, y un título podían incluir desde créditos de alta calidad hasta hipotecas de alto riesgo, por lo que se entendía como una forma de mitigar el riesgo. También se encontraban los CDOs (collateralized debt obligation), los cuales estaban respaldados por activos cuyo valor y pagos se derivan de un portafolio de activos subyacentes. Dicho título se segmentaba en niveles de riesgo de acuerdo con los créditos subyacentes, y cada segmento, de acuerdo con su nivel de riesgo, era la tasa de interés que se ofrecía, dichos CDOs con el tiempo comenzaron a incluir hipotecas, y activos respaldados en hipotecas. (Zurita, et al., 2009).

Finalmente, en el mercado hipotecario, surgió el CDS (credit default swap), el cual representaba un contrato entre dos empresas, donde una cubría de forma periódica una cuota, a cambio de que la otra respondiera por el crédito en caso de que el prestatario dejara de pagar, desde luego, una vez que el incumplimiento por los tomadores de crédito va en aumento, esto representa una gran cantidad a cubrir por la empresa que otorga el seguro. (Zurita, et al., 2009).

Si bien estos títulos ya representaban un riesgo debido a que estaban respaldados por activos, como ejemplo, el caso de hipotecas, los cuales se enfrentaban a riesgos de impago, esto implica que el activo subyacente se veía comprometido, y con esto, el título que lo incorporaba, por lo que se generaba un riesgo sistémico mediante la diversificación de tales activos en los portafolios de los inversores.

Y efectivamente, el sistema bancario tuvo un papel importante en la amplificación del riesgo en la economía, ya que los fondos de cobertura invirtieron importantes cantidades de dinero prestado en estos títulos, mencionando que “entre 2005 y 2006, el apalancamiento de estos fondos era 15:1, o sea que por cada dólar propio invertido pedían prestados 15 dólares”¹⁷.

Es decir, en un entorno de optimismo generalizado en la economía, se tomaron decisiones riesgosas por los agentes económicos, las personas que estuvieron dispuestas a tomar créditos hipotecarios aun considerando que posiblemente no serían capaces de hacer frente a los pagos, pero motivados por las tasas de interés en niveles bajos (alrededor del 5% en la década de los noventa¹⁸) y la idea de que los precios de las casas siempre incrementarían, además, los intermediarios financieros que estuvieron dispuestos a dar estos créditos a personas que antes no tenían acceso, sin comprobar correctamente el riesgo, con tasas variables, además de distribuir dichos créditos y sus riesgos implícitos mediante la titulización, y desde luego la importancia que tuvieron los bancos que con recursos prestados, formaron

¹⁷ Datos obtenidos de Zurita, Froilán y Rodríguez (2009).

¹⁸ Dato obtenido de Zurita, Froilán y Rodríguez (2009).

parte de la euforia y tomaron posiciones demasiado arriesgadas en estos títulos respaldados en activos riesgosos.

Finalmente, las agencias calificadoras fueron participes de este exceso de confianza en la economía, ya que generalmente evaluaban estos títulos de manera positiva, ya que según Galán “...*las principales calificadoras de riesgo como Moody’s y Standard & Poors, quienes, a su vez, calificaban esta manera de adquirir liquidez como “excelente diversificación”*, lo que a incentivó el abuso en la emisión de bonos sustentados en las subprime” (Galán, 2009).

Es decir, la economía estadounidense se encontraba en un periodo eufórico donde se creía que las condiciones permanecerían positivas y favorables de forma indefinida, por lo que se tomaron riesgos en la composición de cartera de inversores, además del nivel de endeudamiento de los agentes económicos, lo cual, en caso de que se comprometieran los pagos de las hipotecas, que eran activos que estaban dentro de los activos generados y distribuidos por el sistema económico, implicaría el inicio del colapso de cada participante de esta euforia.

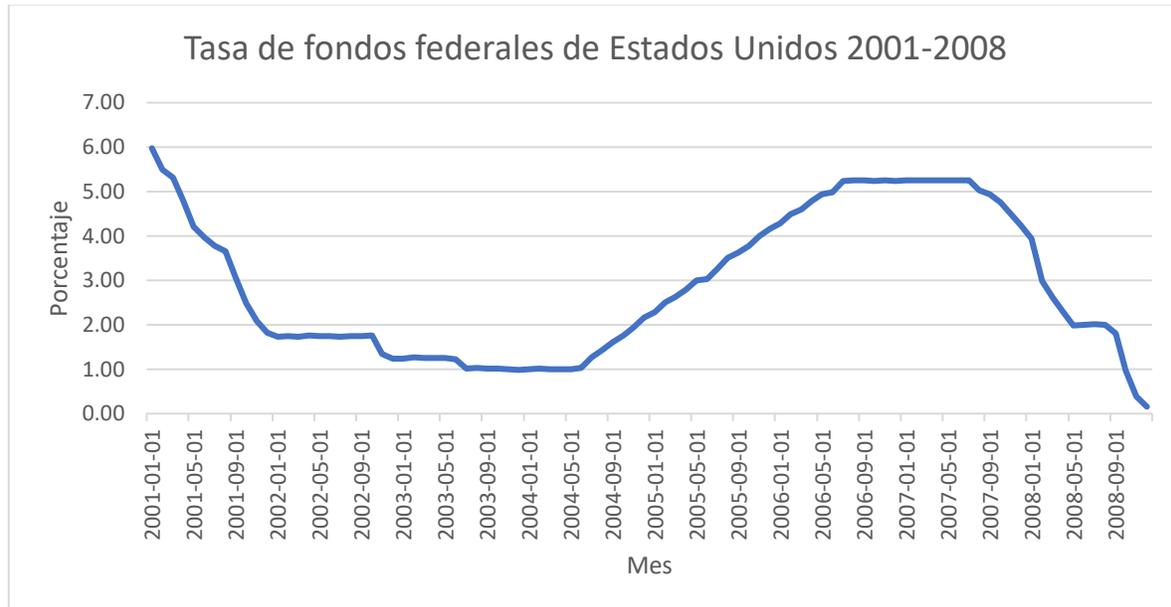
Crisis en el mercado inmobiliario

El problema de que un periodo eufórico dure demasiado tiempo es que cada vez hay más participantes en el optimismo, lo cual significa que más personas estarán tomando deuda que posiblemente no sean capaces de enfrentar, por lo que en el momento en que se dé un choque externo, o alguna modificación en los mercados que complique la validación de las deudas, la fragilidad de la economía será tanta que es más probable una recesión, la cual podría desembocar en una importante crisis, si las instituciones no están suficientemente protegidas ante el choque.

Esto sucedió en la economía americana alrededor del año 2004, donde la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario estaba ya demasiado estimulada, por lo que ante un intento de contener la inflación que enfrentaba la economía, la Reserva

Federal comenzó a incrementar la tasa de interés de referencia, lo cual incremento desde luego el costo del crédito (Zurita, et al., 2009).

Gráfica 1.



Fuente: Elaboración propia con información de Federal Reserve Bank of St. Louis

Como se observa en la Gráfica 1, después de un periodo de baja tasa de interés, en 2004 se inició uno con incremento constante en la tasa de interés que culminó en 2006, lo cual, desde luego afecto a los tomadores de crédito, ya que originalmente los créditos estaban generados a tasas más bajas, por lo que el incremento de las tasas implicaba un incremento en el costo de cada uno de los créditos, con esto, muchas personas comenzaron a tener problemas para hacer frente a sus obligaciones, afectando a los prestamistas, pero también a cada uno de los inversores que adquirió títulos sustentados en estos activos.

Este periodo de incremento de tasas impactó el mercado inmobiliario, afectando el ritmo de crecimiento en la construcción de casas, además de que de acuerdo con Shiller (2013) sucedió lo que las personas creían imposible, los precios de las casas comenzaron a bajar, lo cual, y como menciona Minsky (2016), es una forma secundaria de validar las deudas, imposibilitó la opción de vender sus casas para

poder hacer frente a sus obligaciones, además de que el vender una casa es mucho más complicado y puede que no exista comprador, sobre todo ante un mercado desestimulado como el que se tenía en este momento (Zurita, et al., 2009).

Para el año 2007, las señales de la crisis hipotecaria eran cada vez más evidentes, ya que además de que un mayor número de personas entraban en incumplimiento, los inversionistas se daban cuenta de que los títulos que las agencias calificadoras determinaban como seguros, posiblemente no lo eran, lo cual comenzó un ambiente de incertidumbre en el mercado y provocó el inicio de venta masiva de dichos títulos, lo cual causó un desplome de los mercados, afectando a los grandes fondos de inversión que se encontraban demasiado endeudados tras la especulación con estos títulos (Galán, 2009).

Adicionalmente, empresas del sector inmobiliario como New Century Financial, que eran una de las mayores prestamistas subprime, temieron la posibilidad de bancarota, y efectivamente, en abril de 2007, la empresa se declaró en bancarota y tuvo que recortar su plantilla laboral en más de 3 mil doscientos empleos¹⁹. Otros ejemplos de esta crisis inmobiliaria fue la venta de WMC Mortgage por General Electric, la declaración de bancarota por American Home Mortgage, una de las hipotecarias independientes más grandes (Zurita, et al., 2009).

Medidas para mitigar la crisis

Una vez que una crisis amenaza a la economía, las funciones del gobierno, y el banco central, según Minsky (2016), pueden atenuar las consecuencias de dicho evento, sin embargo, en caso de actuar demasiado pronto, y evitar la propagación de la crisis, podría ser perjudicial, ya que no se generarían cambios en el comportamiento y en la composición de cartera de los agentes económicos, por lo que podría ser que no se corte la crisis, sino más bien que solo se dé una pausa, y luego continúen las condiciones como ya estaban en la economía, además, las

¹⁹ Dato obtenido de Zurita, Froilán y Rodríguez (2009).

acciones deben de ser cuidadosas, porque es posible que demasiados apoyos a la economía generen presiones inflacionarias.

De acuerdo con lo anterior, una vez que la crisis en el sector inmobiliario era evidente, y se cuestionaba la posibilidad de generar consecuencias en toda la economía, el objetivo era que la crisis se contuviera solo en el mercado inmobiliario, incluso, el representante del poder legislativo de Estados Unidos indicaba que el mensaje era que *“no habrá rescates para los participantes informados que alentaron la burbuja crediticia y, por ello, el banco central no relajará las condiciones crediticias”* (Contreras Sosa, 2008).

Ante esto, de acuerdo con Contreras Sosa (2008), las primeras medidas tomadas fueron en agosto de 2007, donde el presidente Bush busco que el Congreso aceptará una reforma sobre el Código Federal impositivo, para flexibilizar los refinanciamientos hipotecarios, plan que, fue descartado inmediatamente, mientras que, el Banco Central continuó haciendo énfasis en que no habría rescate para los inversionistas y prestamistas que alentaron la burbuja, lo cual no fue bien recibido por los mercados. De acuerdo con el mensaje que no habría rescate, el Banco Central mantuvo intacta la tasa interbancaria, y solo se tuvieron recortes a la tasa de interés que la FED cobrará a la banca comercial.

Ya para septiembre de 2007, y ante cada vez más créditos hipotecarios pendientes de pago, la FED decidió inyectar liquidez al sistema, un total de 2 mil millones de dólares vía operaciones de recompra de deuda a tres días (Contreras Sosa, 2008).

Adicionalmente, fue necesaria la disminución de la tasa de referencia, la de los fondos federales, en medio punto, llegando a 4.75%, por lo que la estrategia de política ya estaba cambiando para entonces, dicha medida, además de la disminución a la tasa de descuento en medio punto, fue bien recibida por los mercados, ya que el Índice Dow Jones subió aproximadamente 2.5%²⁰.

²⁰ Datos obtenidos de Contreras Sosa (2008).

Otro de los intentos que se tuvieron fue la iniciativa del Departamento del Tesoro en octubre, para que bancos y agentes financieros privados juntaran sus activos riesgosos en un fondo, para evitar ventas desordenadas de activos, sin embargo, dicha propuesta fue rechazada tanto por los inversionistas (Contreras Sosa, 2008).

Para finales de octubre, nuevamente se decidió disminuir la tasa de referencia y la de descuento en un cuarto de punto, y de acuerdo con Contreras Sosa “...*la baja tenía un carácter preventivo y estaba dirigida contra la desaceleración esperada para el cuarto trimestre de 2007 y el primero de 2008, dado el rezago con que opera cada decisión de política sobre la economía*” (Contreras Sosa, 2008).

Adicionalmente, la inyección de recursos continuó durante finales de septiembre, por un monto de 38 mil millones de dólares en cuatro operaciones y varios días con montos menores, y la primera semana de noviembre se inyectaron 41 mil millones de dólares en reservas temporales al sistema bancario, y 32 mil millones de dólares el 8 de noviembre, esto ante el empeoramiento del mercado inmobiliario, la depreciación del dólar, y la inflación²¹.

En diciembre, la administración Bush anuncio la iniciativa Hope New, con apoyos a propietarios de casas hipotecadas, como refinanciamiento a tasa fija, préstamos respaldados por el gobierno, entre otros, además de la reforma a los códigos impositivos, medida que, fue apoyada por el Departamento del Tesoro, adicionalmente, se dieron nuevas disminuciones en la tasa de referencia y de descuento en un cuarto de punto, por parte de la FED (Contreras Sosa, 2008).

Considerando que las medidas tomadas no tenían los resultados esperados, se incluyeron medidas como el programa TAF, que era un mecanismo con el cual la FED subastaría fondos temporales a instituciones de depósito contra diferentes colaterales que pudieran asegurar prestamos en ventanilla de descuento, además

²¹ Datos obtenidos de Contreras Sosa (2008).

de líneas de swaps de divisas con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo (Contreras Sosa, 2008).

Aún con estas medidas, no fue posible evitar que se afectará a la economía real, el cual era el objetivo de inicio por la FED y el gobierno, por lo tanto, ante la caída cada vez mayor del precio de las casas, más personas en incumplimientos, y anuncios de quiebras y despidos masivos por grandes fondos de cobertura, fue necesaria mayor presencia de la figura de prestamista de última instancia, por lo que en marzo de 2008, la Reserva Federal rescató a Bear Stearns, asumiendo 30 mil millones de dólares en obligaciones y gestionando su venta y para agosto de 2008, en septiembre se rescató a AIG con un crédito de 85 mil millones de dólares más 38 mil millones de dólares adicional, y al ser insuficiente el primer monto, también se rescató a las GSEs (empresas apoyadas por el gobierno) Fannie Mae y Freddie Mac (Zurita, et al., 2009).

Sin embargo, no se rescató a todos los involucrados en la burbuja especulativa, ya que se dejó caer a Lehman Brothers, que representó la mayor quiebra en la historia de Estados Unidos con 639 mil millones de dólares en activos y deudas por 613 mil millones (Galán, 2009).

Consideraciones finales

Si bien de forma general, la hipótesis de la inestabilidad financiera desarrollada por Hyman P. Minsky nos permite revisar la crisis del sector inmobiliario de Estados Unidos en 2007-2008, ya que la hipótesis revisa no solo el momento en que se gesta la crisis, sino, las condiciones previas que fueron incrementando la fragilidad del sistema, la cual, ante un evento que genera una disminución de los ingresos, o bien, dificulta la validación de las deudas de la economía, genera el desplome de la economía, el cual puede ser mitigado por acciones del gobierno y del Banco Central (Minsky, 2016).

La economía estadounidense inició el periodo eufórico previo a la crisis, ya que de acuerdo con Shiller (2013) se consideraba que el precio de las casas nunca bajaría, lo cual causó que los inversionistas pusieran el interés de sus inversiones en dicho sector, además de que los intermediarios financieros estuvieron dispuestos a otorgar créditos más riesgosos, y con modalidades atractivas, como créditos a tasas variables, lo cual facilitó el acceso a crédito a personas que antes no lo tenían, por lo que la economía aumentó su endeudamiento. Ya este aumento del endeudamiento es peligroso por sí solo, sin embargo, el desarrollo del mercado secundario, y la posibilidad de los emisores de crédito de deshacerse de estos créditos, mediante su venta individual o mediante el empaquetamiento y la venta de títulos sustentados en tales activos riesgosos, incrementó el nivel de fragilidad del sistema, porque cada vez más inversores tenían en sus carteras activos sustentados en estos créditos con alta posibilidad de impago.

Adicionalmente, el criterio de revisión de estos créditos que tuvieron las agencias calificadoras, que consideraban tales títulos como una buena opción de diversificación, y la poca supervisión de las autoridades, facilitó la distribución masiva de estos títulos, llegando al grado de que importantes fondos de inversión estaban fuertemente apalancados con tales títulos (Galán, 2009).

Llegado el momento en que los precios de las casas comenzaron a disminuir, y se inició un periodo de incremento de tasas de interés, se tuvo un mayor número de impago de los tomadores de crédito, lo cual no solo afectó a las agencias inmobiliarias que vieron afectados sus ingresos, sino a todos aquellos inversores que fueron parte de la euforia y participación en la especulación y la búsqueda de rentabilidad mediante la adquisición de estos títulos.

Las consecuencias de la crisis comenzaron a ser evidentes en la economía, y ante el temor de su propagación al sector real, tanto el gobierno como el Banco Central impulsaron medidas para apoyar al sistema, inicialmente mediante inyecciones de liquidez, posteriormente con la disminución de las tasas de referencia y de

descuento, y finalmente la medida urgente de prestamista de última instancia, rescatando a diversos participantes y generadores de la euforia que originalmente generó la crisis.

Capítulo 3. Crisis financiera en México de 1994: una revisión de sus causas

La crisis ocurrida en México en el año de 1994 es un caso que pone en evidencia uno de los elementos relevantes en la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, el hecho de que durante un periodo eufórico, de aparente tranquilidad y donde los agentes económicos se sienten confiados, se da un endeudamiento generalizado en la economía, el cual, va debilitando poco a poco la “fortaleza” de la economía, y la vuelve cada vez más vulnerable a cualquier golpe, ya sea externo o interno, que genera que estas condiciones se reviertan.

La crisis de 1994 tiene diferentes aspectos que la originan, diversos autores han determinado causantes de tipo macroeconómicos, y otros de tipo microeconómicos, los cuales, en conjunto, contribuyeron a que la economía mexicana tuviera que recurrir a devaluar la moneda, aun cuando el objetivo desde hace ya bastante tiempo era mantener el tipo de cambio sin modificaciones importantes.

Entre los elementos que, como veremos, fueron generadores de la crisis, se encuentra el comportamiento de agentes e instituciones dentro del Sistema Financiero, ya que el entorno de confianza provocó que cada vez personas se incorporaran al sistema, generando especulación y un fuerte endeudamiento de familias y empresas mexicanas.

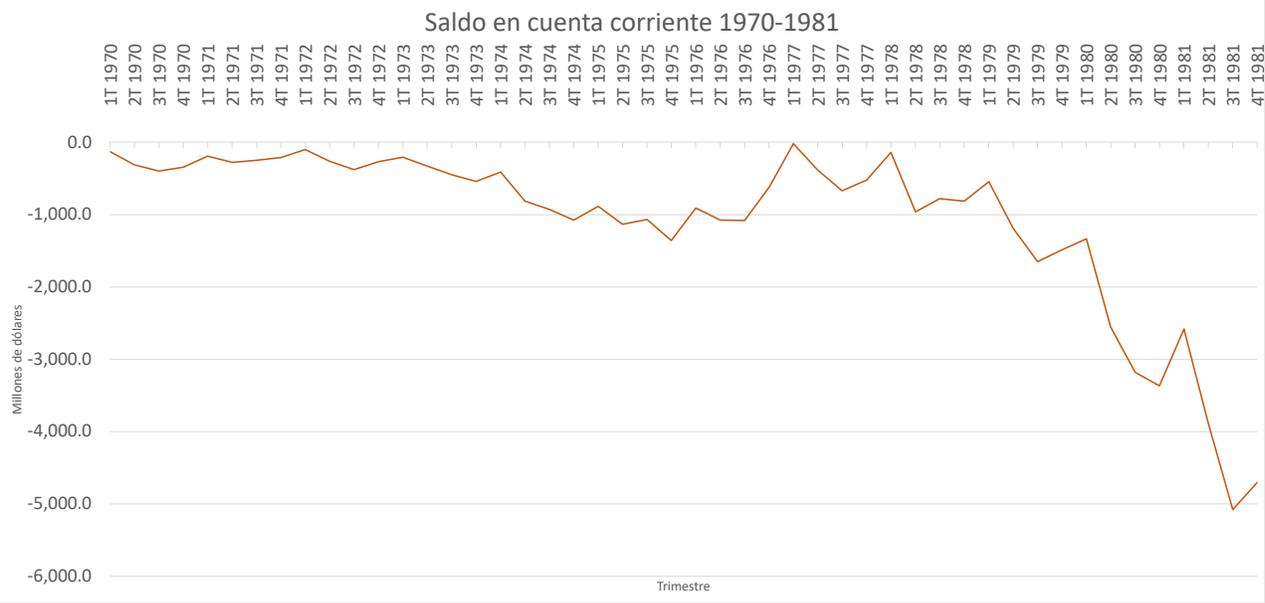
Lucha contra la inflación

Millán (1999) destaca que a principios de los años setenta, el modelo de sustitución de importaciones sufrió el agotamiento de los motores internos de crecimiento, por lo que se comenzó a reemplazar la inversión privada, que comenzaba a ser insuficiente para provocar crecimiento económico, por gasto público. Tal aumento del gasto público generó saldos negativos en cuenta corriente, ya que se

acumulaban déficits externos con bajas reservas internacionales, por lo tanto, esta etapa se caracterizó por estar liderada por el gasto público, que eventualmente requería aumentar el tipo de cambio, y políticas monetarias y fiscales restrictivas.

Como se observa en la gráfica 2, la cuenta corriente mostró saldos deficitarios durante la década de los setenta, con una expansión importante del mismo al final de la década y principios de los ochenta, alcanzando un máximo de -5,078.6 millones de dólares en el tercer trimestre de 1981²².

Gráfica 2.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

Con los resultados anteriores, Millán (1999) indica que ya era necesario iniciar un cambio en el modelo de crecimiento, por lo que, durante el gobierno de Miguel de la Madrid, se inició un modelo orientado a la exportación, donde se combinaban estrategias como la apertura comercial, reforma económica del Estado, privatización de empresas públicas, así como menores subsidios y tarifas suministrados por el gobierno.

²² Información de estadísticas de Banco de México.

Era evidente que para que el nuevo modelo exportador tuviera éxito, era indispensable combatir la inflación, por lo que este fue el eje de la política monetaria a partir de 1982 y hasta 1994. Por lo tanto, en 1987, se anunció un plan heterodoxo combinando política de ingresos con disciplina fiscal y monetaria, para con esto buscar reducir la inflación sin causar recesión.

Con esto, se inició el Pacto de Solidaridad Económica (PSE), donde se buscó realinear los precios relativos mediante ajustes en precios y tarifas del sector público, además de elevación en tipo de cambio, tasas de interés y salarios, disminución del gasto público y mayor apertura comercial. Además, se dieron anuncios anticipados de las modificaciones de precios y tarifas del sector público, para que los agentes económicos no utilizaran la inflación pasada para sus modificaciones de precios, sino más bien se basaran en la información de modificaciones posteriores que se comenzaron a anunciar.

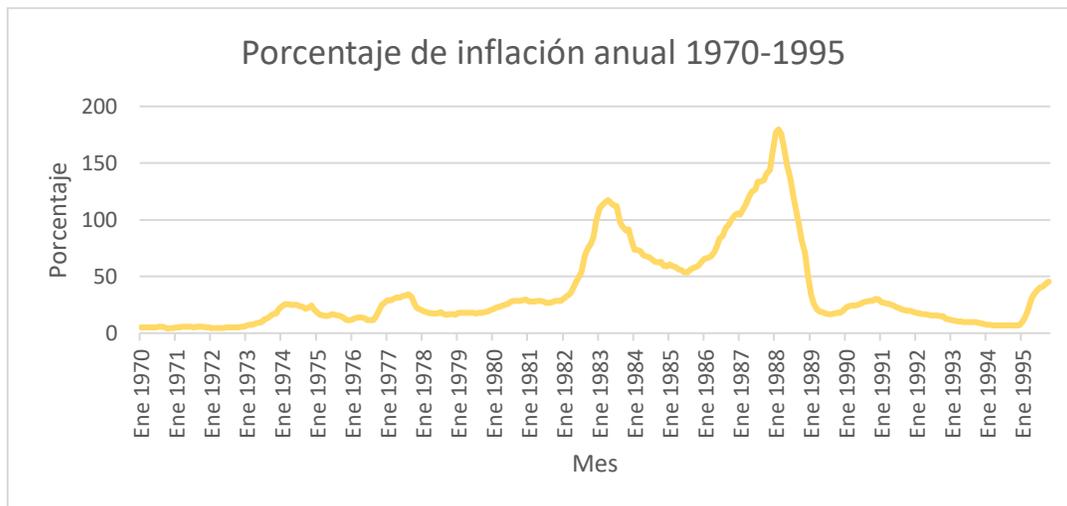
Durante la primera etapa del Pacto, los precios clave, como el tipo de cambio, fueron anclas para el programa de estabilización, por lo que permanecieron prácticamente sin cambios hasta la segunda etapa, el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), donde ahora se optó por deslizamientos diarios y anunciados con antelación, además de que los aumentos en salarios, tarifas y precios se ajustaban a la inflación esperada.

Otro elemento clave para el combate a la inflación, fueron los esquemas de concertación entre las cúpulas empresariales, sindicales y organizaciones campesinas, usando la protección arancelaria para convencer a las empresas, es decir, en sectores donde los aumentos de precio no eran como se había concertado, el Gobierno optaba por reducciones arancelarias, o incluso eliminaciones, para afectar la competitividad de las empresas.

Estas estrategias rindieron frutos, ya que la inflación se logró disminuir de 159% en diciembre de 1987 a 7.05% en diciembre de 1994²³ como se puede observar en la Gráfica 3, sin embargo, se enfrentó al aumento del déficit en cuenta corriente, a medida que la inflación se iba reduciendo, esto como resultado del abuso del tipo de cambio y la política comercial

Al usar el tipo de cambio como ancla como estrategia de combate a la inflación, este permaneció prácticamente sin cambios, lo cual, al reducir inflación, y la disminución del diferencial de inflación entre México y EE. UU., se generó una apreciación real del tipo de cambio. Adicionalmente, la apertura comercial, que originalmente se diseñó como una política de largo plazo, más de carácter estructural, se transformó en una política a corto plazo, siendo una herramienta para el combate a la inflación, ya que se utilizaron los precios internacionales como tope a los domésticos²⁴.

Gráfica 3.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

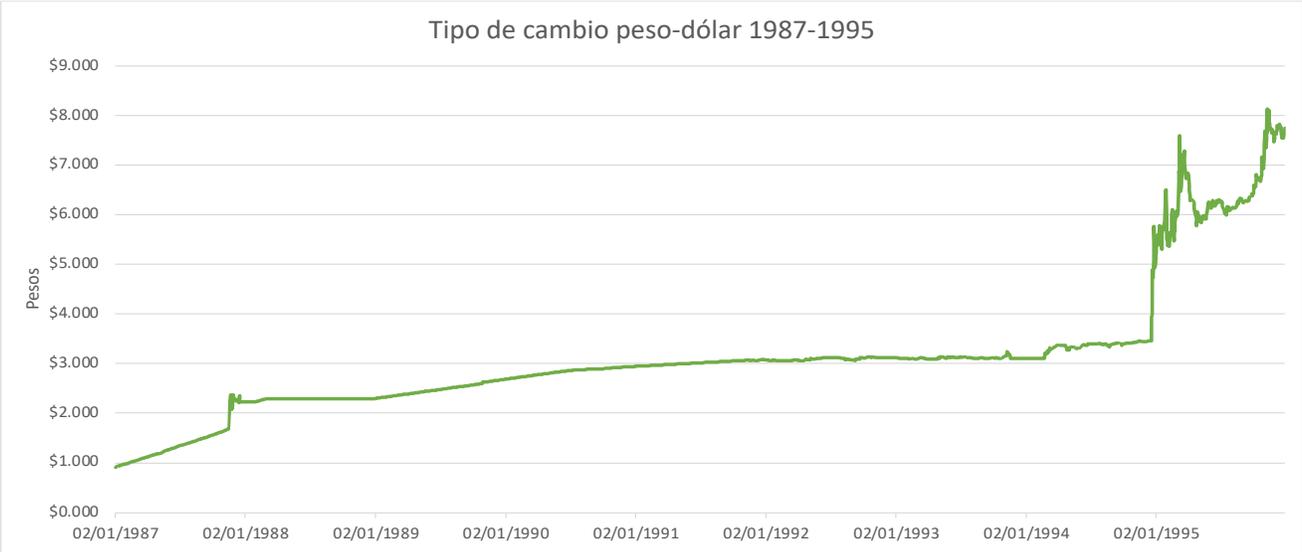
Como se observa en la Gráfica 4, el tipo de cambio se mantuvo prácticamente fijo entre diciembre de 1987 (el PSE se firmó el 15 de diciembre de 1987), y diciembre de 1994 (antes de la devaluación tras la crisis). Y tras la constante disminución de

²³ Información de estadísticas de Banco de México.

²⁴ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999).

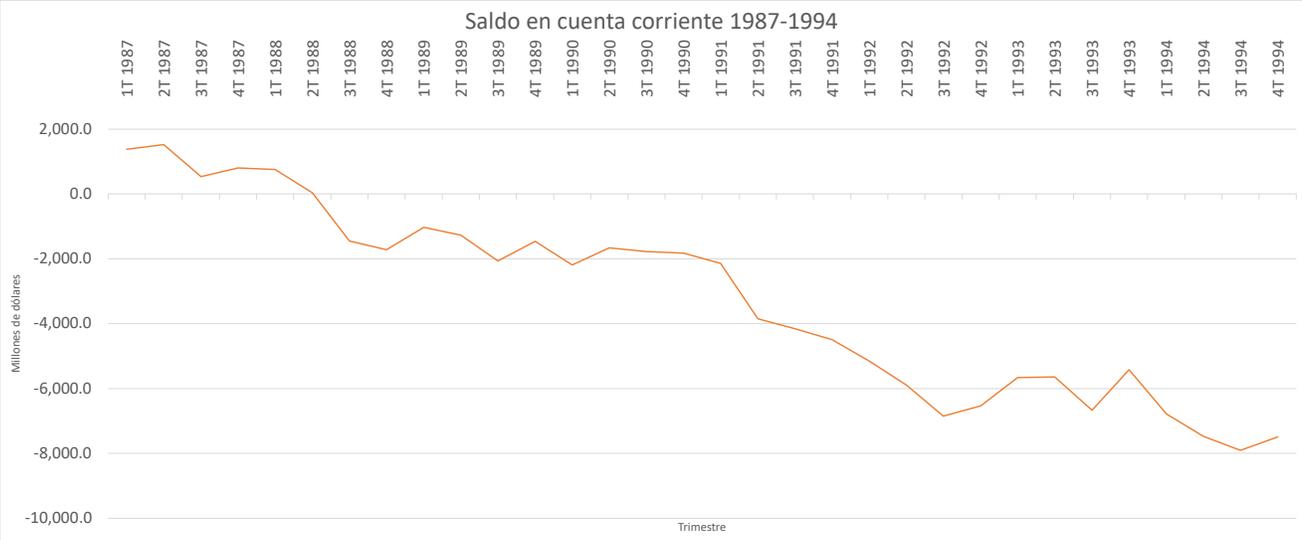
la tasa de inflación, se dio la apreciación real del tipo de cambio, que, en combinación con mayor apertura, se reflejó en un importante déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual se muestra en la Gráfica 5, ya que, tras la firma del PSE, se pasó de un superávit de cuenta corriente de 806.9 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1987 a un déficit de -7,496.3 en el cuarto trimestre de 1994²⁵, vía incremento en importaciones por el tipo de cambio sobrevalorado.

Gráfica 4.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

Gráfica 5.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

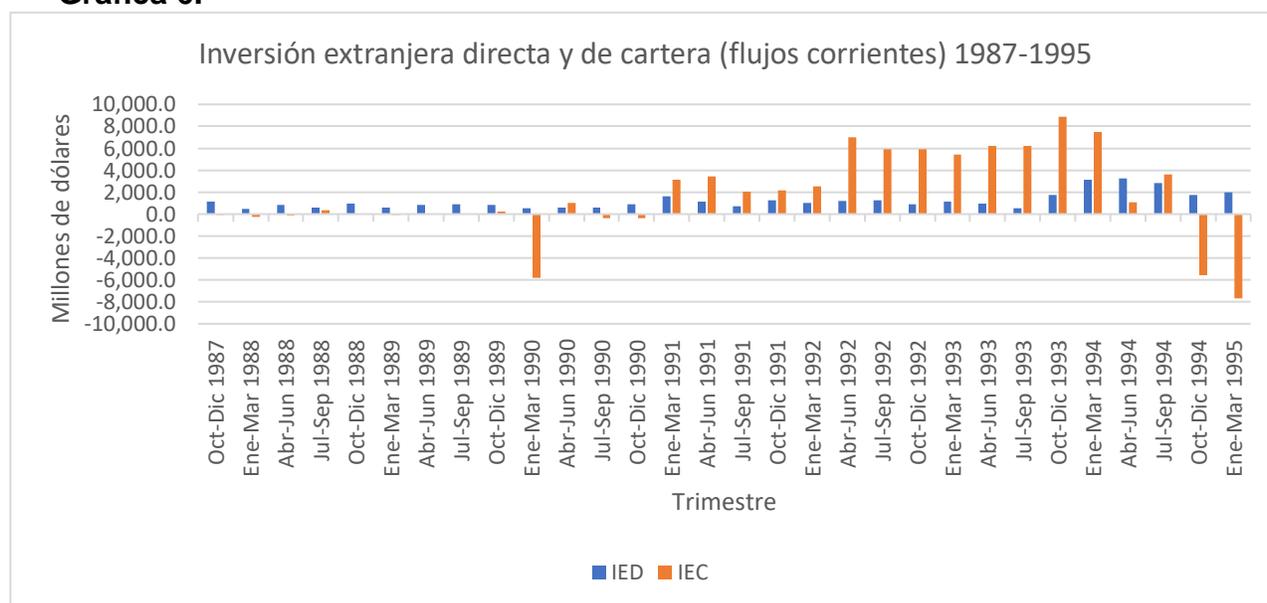
²⁵ Información de estadísticas de Banco de México.

El déficit de cuenta corriente y sus consecuencias

Durante este periodo el déficit de cuenta corriente mostró un importante crecimiento tras el inicio del combate a la inflación, sin embargo también se dio un aumento en el nivel de reservas internacionales, a causa de la cuenta financiera de la balanza de pagos, ya que desde 1990 se tuvo superávit, lo cual comenzó a financiar los déficits en cuenta corriente. Dicho superávit se dio principalmente gracias a la entrada masiva de capitales, en forma de inversión extranjera directa y principalmente de cartera, lo cual provocó que las cuentas corrientes dependieran del capital colocado en activos financieros, los cuales tomaron mayor participación en la inversión extranjera.

En la Gráfica 6 se muestra el comportamiento de la inversión extranjera directa y de cartera entre el inicio del Pacto y 1995. Se observa como a partir de 1991, la inversión extranjera de cartera registró un aumento importante, pasando a ser mayor que la inversión extranjera directa. Se muestra como a partir de las problemáticas de 1994, esta inversión directa comenzó a disminuir, para registrar una importante fuga de capitales en el cuarto trimestre de 1994.

Gráfica 6.



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México

La importante entrada de capitales en el país revitalizó al tipo de cambio, ya que la mayor oferta de divisas apoyo a mantener el tipo de cambio nominal, a pesar del diferencial inflacionario nacional con el internacional, y el tener el tipo de cambio real apreciado causó un aumento en el consumo e inversión, por lo que al disminuir el ahorro interno, vía aumento de demanda agregada, la entrada masiva de capitales sirvió como protector del tipo de cambio y la estrategia del combate a la inflación.

Estos capitales se fueron trasladando poco a poco del mercado de capitales al mercado de dinero, especialmente títulos gubernamentales, lo cuales contaban con perfiles más bajos de vencimiento, por lo tanto, la estabilidad del tipo de cambio y las condiciones macroeconómicas, dependían de que estos capitales no salieran del país.

El tipo de cambio sobrevaluado, en un contexto de mayor apertura comercial, liberó la demanda de capitales, pero además, los flujos de capitales posibilitaron el aumento del consumo e inversión privados, mediante un aumento del crédito interno, y en entorno de expectativas positivas, se dio un crecimiento en la compra de bienes de consumo duradero, gracias al endeudamiento, que serían la base para el problema de cartera vencida, factor importante para el colapso del sector bancario en 1994²⁶.

El problema del tipo de cambio sobrevaluado

Originalmente, Millán (1999) indica que el tipo de cambio se utilizó durante el Pacto para eliminar el componente inercial de la inflación, el cual, de acuerdo con la gráfica 3, ya se había logrado, pero el intento de llevar la inflación a un solo dígito, provocó el abandono del segundo propósito del pacto, que era no provocar recesión, sin embargo, al continuar con la estrategia de mantener el tipo de cambio prácticamente

²⁶ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999).

sin cambios, la política monetaria se basó en aumentos de tasas de intereses, además de emisión de títulos de cobertura cambiaria como los Tesobonos, esto como respuesta al incremento de tasas extranjeras, además del riesgo país.

Los Tesobonos ya para diciembre de 1994, representaban casi el 90% de la tenencia de deuda pública interna en manos extranjeras, sin embargo, el tener tanta emisión de estos títulos representaban problemas, como que reflejaban falta de credibilidad en la política cambiaria, o bien, que estos tenían un perfil bajo de vencimiento, ya que, del total emitido, 29 mil millones de dólares en diciembre de 1994, 17 mil millones vencían en 1994²⁷.

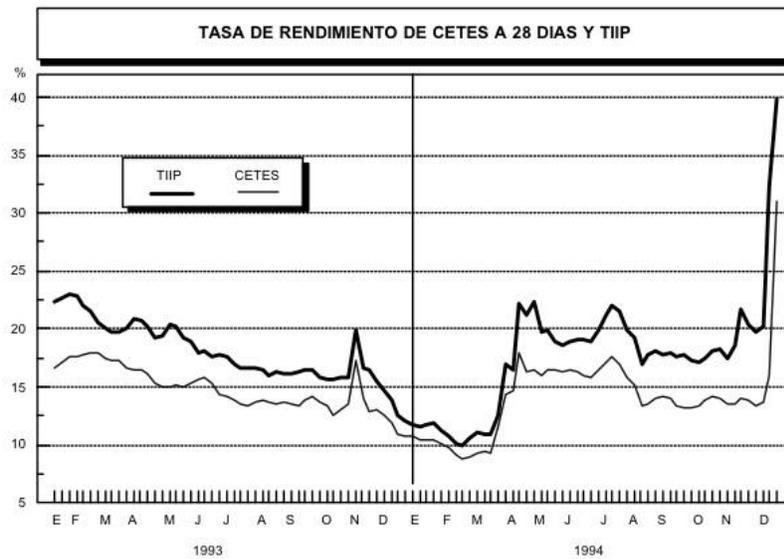
De acuerdo con Banco de México (1994), se dio la sustitución de los valores gubernamentales expresados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos, con el objetivo de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario, con el argumento de que, de no haberlo hecho, el público hubiera demandado moneda extranjera con el importe proveniente de la amortización de Cetes y de otros instrumentos, presionando las reservas internacionales y el tipo de cambio.

Si bien como parte de la política monetaria se recurrió al aumento de tasas de interés, a partir del segundo trimestre de 1994, las tasas de intereses comenzaron a disminuir, lo cual generó la salida de recursos al exterior.

En la gráfica 7, obtenida del Informe de Banco de México de 1994, se observa como a partir de abril, se dio una disminución en la tasa de rendimiento de Cetes a 28 días.

²⁷ Cifras obtenidas de Millán Valenzuela, Henio Las causas de la crisis financiera en México (1999).

Gráfica 7.



Fuente: Informe Anual Banco de México 1994

El argumento de Banco de México (1994) en su informe es que, aunque se consideraba que el permanecer con aumentos de tasas hubiera evitado la devaluación de diciembre de 1994, se indica que aumentos en tasas durante condiciones de presiones intensas en el mercado cambiario, podría haber provocado aún más nerviosismo y turbulencia en los mercados, además de que esto hubiera encarecido el crédito del Banco Central, y por lo tanto del resto de la economía, lo cual representaría un costo elevado e innecesario

Cualquiera que fuera el motivo para esta disminución en tasas, Millán (1999) indica que esto provocó que solo quedaran los Tesobonos para defender al tipo de cambio, y al representar tanto porcentaje de la deuda pública, comenzó la pérdida de confianza de los inversionistas, temerosos de incumplimientos, y comenzaron las ventas de pánico, iniciando así de acuerdo con Minsky (2016), el fin del periodo eufórico en la economía.²⁸

²⁸ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999) y Banco de México (1994).

Factores políticos

Anteriormente se mencionó la importancia de la entrada de capitales para el aumento de las reservas internacionales, lo cual financiaba los déficits en cuenta corriente por el tipo de cambio sobrevaluado, sin embargo, durante 1994, las reservas internacionales sufrieron importantes disminuciones tras acontecimientos políticos desfavorables.

El 23 de marzo de 1994, el asesinato del candidato a la presidencia Luis Donaldo Colosio Murrieta, generó una convulsión política que generó una disminución de las reservas internacionales, ya que ese día las reservas alcanzaban un monto de 28,321 millones de dólares, cayendo casi 11,000 millones en los treinta días posteriores al crimen, además, las tasas de interés también sufrieron, ya que en la última semana de marzo, la tasa de interés interbancaria promedio se elevó de 10.93 a 21.12%²⁹.

Entre otros factores, se encuentran las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu, que generaron preocupaciones de la estabilidad del sistema político mexicano, provocando una pérdida de reservas de 3,500 millones de dólares, o bien las hostilidades del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN), que generaron desconfianza en los mercados financieros, y provocaron retiros de capitales.

Todos estos factores macroeconómicos generaron el quiebre de un periodo que eufórico iniciado en la década de los ochenta con el inicio del PSE y el combate a la inflación, en un contexto donde tras la apertura comercial, se generaron déficits en cuenta corriente, los cuales ya no podrían ser financiados con el buen nivel de reservas internacionales, y ante un sistema bancario que otorgaba créditos peligrosos a personas y empresas, los cuales eventualmente generarían un problema de cartera vencida y la quiebra de algunos bancos³⁰.

²⁹ Cifras obtenidas del Informe Anual Banco de México (1994).

³⁰ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999) y Banco de México (1994).

Los cambios sufridos por el sector bancario previo a la crisis

Hasta los años setenta, el sistema bancario cumplía su papel de intermediación, captación de recursos y transferirlos, esto debido a que el entorno macroeconómico era estable, pero principalmente porque se tenía un sistema de banca especializada después la expedición de la Ley de Instituciones y Organismos Auxiliares de Crédito en 1941, donde se dividían giros especializados, como la banca de depósito, sociedades financieras o créditos hipotecarios, adicionalmente, se tenían los llamados cajones selectivos de crédito, mediante los cuales se podían canalizar parte de los recursos hacia sectores prioritarios, donde uno de estos cajones era el Gobierno.

Dichos recursos no fueron requeridos durante el periodo de desarrollo estabilizador, ya que el déficit público fue bajo durante este tiempo, por lo que el gobierno no necesitó realmente de este financiamiento para financiarse. Sin embargo, Millán (1999) indica que llegando a la década de los ochenta, y con el reemplazo de la inversión privada por el gasto público al agotarse el modelo de sustitución de importaciones, y el incremento del déficit, el gobierno tuvo mayor demanda de estos recursos bancarios, por lo que se absorbió cada vez más el crédito disponible, y ante un entorno con alta inflación, además de un control estricto de tasas de interés nominales, se tuvo una menor captación bancaria.

Las autoridades, ante este proceso de desintermediación bancaria, iniciaron la transición hacia la banca múltiple, ya que en 1974 la Ley Bancaria reconoció el derecho de las instituciones para captar y suministrar servicios crediticios de forma integral bajo la figura de banca múltiple, y en 1978 culminó el proceso mediante nuevas disposiciones jurídicas que facilitaron las fusiones bancarias. Además, se permitió mantener cuentas denominadas en dólares, para con esto estimular la competencia dentro del sector, y aumentar la captación de recursos.

Sin embargo, llegada la década de los ochenta, y el entorno macroeconómico adverso durante el gobierno de José Guillermo Abel López Portillo y Pacheco, se optó por llevar a cabo la expropiación de la banca en 1982.

La expropiación convirtió a la banca en la tesorería del gobierno, ya que con los recursos provenientes de este sector se pudo financiar el déficit público. Además, se tomaron otras medidas como el aumento del encaje legal, lo cual redujo la captación bancaria y provocó que intermediarios no bancarios reemplazaran a la banca estatal en la función de intermediación.

Entre otros resultados, se tuvo el movimiento del personal capacitado de la banca hacia la opción privada, en parte por la búsqueda de mejores compensaciones económicas, pero también por el hecho de que al ser empresas del gobierno, se tenían prácticas discrecionales para asignar puestos directivos, y desde luego, el rezago tecnológico ante bancos extranjeros, lo cual no permitía al sector desarrollarse y crecer³¹.

El camino a la desregulación financiera

Conforme las finanzas públicas se fueron saneando, fue imperante ahora iniciar el proceso de desregulación, donde entre las medidas más importantes estuvieron el fin de los cajones selectivos de crédito, desaparición del encaje legal, y la liberación de las tasas de interés.

Tras la emisión de CETES en 1978, fue posible financiar la deuda interna, por lo que ya para 1989, con las finanzas públicas recuperadas, no era indispensable seguir canalizando recursos bancarios al gobierno, por lo que se optó por eliminar los cajones selectivos de crédito.

³¹ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999).

Con esto, los bancos finalmente pudieron canalizar recursos a donde prefirieran, con la única limitante de su disponibilidad de recursos, los cuales dependían desde luego de las tasas de interés que hicieran atractiva la captación, y la eliminación del encaje legal, que servía como freno para la actividad bancaria. De acuerdo con lo anterior, también en 1989 se permitió a los bancos determinar las tasas de interés activas y pasivas, así como los plazos asociados a ellas, con el objetivo de estimular la competencia por la captación y préstamos, que tras la expropiación bancaria, se había transferido a los intermediarios no bancarios.

Finalmente, también en 1989, se decidió eliminar el encaje legal, reemplazándolo por un coeficiente de liquidez del 30% de la captación. Antes de esto, el encaje legal servía como instrumento de control de la oferta monetaria, controlando la expansión del crédito interno. Hasta 1978, se convirtió al encaje legal, junto con el control directo de tasas de interés, en el principal medio de control de la política monetaria y crediticia, pero también operaba como protección al ahorro, porque representaba una reserva forzosa para hacer frente a las obligaciones de los banqueros.

Con la eliminación de estos mecanismos, la autoridad perdió a sus principales instrumentos de política monetaria, y basó el control de la base monetaria en la compra y venta de títulos de deuda³².

Privatización de la banca

Tras la modificación del artículo 28 constitucional en 1990, el cual otorgaba el monopolio en la prestación de servicios bancarios, se inició el proceso jurídico de privatización de la banca múltiple, el cual culminaría en 1992.

Los bancos que se vendieron a la iniciativa privada fueron los siguientes³³:

³² El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999).

³³ Información obtenida de la Revista Expansión, *Los 18 bancos que Salinas de Gortari privatizó* (2022).

1. Banamex
2. Serfin
3. Internacional
4. Bancomer
5. Somex
6. Comermex
7. Confía
8. Cremi
9. BCH
10. Bancrecer
11. Atlántico
12. Banpaís
13. Multibanco Mercantil de México
14. Promex
15. Bancen
16. Mercantil del Norte
17. Banorie
18. Banorte

El proceso de privatización de la banca generó resultados adversos en la economía, principalmente por la forma en que se realizó la venta de estos, Millán (1999), describe las condiciones en este proceso, las cuales fueron:

- Se asignaron los bancos de forma privilegiada a personas o grupos con escasa o nula experiencia en el sector bancario. En su mayoría provenientes de casas de bolsa que tras modificaciones legales en 1992, donde se les permitió a las agrupaciones financieras endeudarse para capitalizar sus sociedades o de integrar nuevas instituciones financieras a su grupo, se les permitió liquidar sus adeudos por la compra bancaria con otros pasivos.
- La venta se realizó por un proceso de subasta, donde se privilegió el precio para la selección.
- Debido a que los bancos se vendieron a más de 3 veces de su valor en libros, sus nuevos propietarios se vieron en la necesidad de expandir el crédito para recuperar sus inversiones, además de dejarlos sin recursos para la capitalización. Es decir, se inició con el otorgamiento de préstamos riesgosos para recuperar recursos.

Problemas de supervisión y regulación en la actividad bancaria

Tras la eliminación del encaje legal, la liberación de las tasas de interés, además de la necesidad de los nuevos banqueros de obtener recursos para recuperar sus inversiones, era imperante contar con una regulación prudencial, así como una supervisión adecuada a todo el sistema.

A partir de la desregulación bancaria, además del proceso de privatización, se dio un incremento en el crédito, ya que, de acuerdo con el informe de Banco de México (1994), tan solo entre 1993 y 1994, el incremento real del saldo de crédito de la

banca comercial fue de 15.9%, y de 16.9% de la banca de desarrollo. Además, se dio un incremento de igual forma en la cartera vencida, ya que, de diciembre de 1993 a diciembre de 1994, el saldo nominal de cartera vencida, incluidos intereses, en la banca comercial fue 20,051 millones de pesos mayor, lo cual representa un incremento de 44.6%, siendo que de 1992 a 1993, el incremento fue de 56%, mientras que el índice de morosidad paso de 7.1 a 8.2% de 1993 a 1994, lo cual representa una importante falla en la regulación, ya que el porcentaje aceptado en normas internacionales es de 3.5%³⁴.

Para el mismo periodo, Banco de México (1994) indica que la banca de desarrollo tuvo un incremento de cartera vencida de 1,989 millones de pesos, lo cual representó un incremento real de 17.9%, mientras que entre 1992 y 1993 el incremento fue de 47.4%. Por su parte, el índice de morosidad pasó de 3.8 a 3% en la banca de desarrollo. El hecho de que el impago en la banca de desarrollo no fuera tan marcado como en la banca comercial, se debió al destino del crédito, ya que la mayoría se destinaba a sector gobierno y sector financiero, dejando muy poco porcentaje al sector privado.

De acuerdo con Banco de México (1994), el mayor incremento en cartera vencida para la banca comercial fue en las siguientes actividades: agropecuaria, manufacturera, construcción, vivienda y créditos al consumo y comercio.

Entre las causas de la cartera vencida que experimentó la banca en este periodo de tiempo, está la ya mencionada entrada de capitales foráneos, lo cual ocasionó una burbuja especulativa en ciertos activos y bienes de consumo, generando incremento de precios. Por lo tanto, los agentes económicos, en un entorno eufórico, usaron los préstamos otorgados por la banca para adquirir dichos activos y bienes.

De acuerdo con lo anterior, ante una expansión del crédito, además del consumo y vivienda, cuando en 1993 se entró en recesión temporal, ya que el gobierno

³⁴ Cifras obtenidas del Informe Anual Banco de México (1994)

continuó con el intento de reducir la inflación a un dígito, los consumidores se vieron en problemas para hacer frente a sus obligaciones.

Adicionalmente, a medida que la cartera vencida fue aumentando, los banqueros tuvieron que incrementar sus reservas ante cualquier eventualidad, por lo que ampliaron sus márgenes de intermediación, es decir, mayores tasas activas, con lo cual se encareció aún más el servicio de los adeudos.

Entre otros factores que propiciaron mayor fragilidad en el sistema, que eventualmente desembocaría en la crisis de diciembre de 1994, Millán (1999) describe los siguientes:

- Insuficientes normas prudenciales para el otorgamiento de créditos, ya que gran parte del crédito se concentró en el consumo y la vivienda, considerando que estos rubros son los primeros en verse afectados ante cambios en el ciclo económico, y efectivamente fueron de los principales sectores donde se incrementó la cartera vencida entre 1993 y 1994.
- Escasas medidas para evaluar el riesgo de los préstamos, ya que quedó totalmente en manos de las instituciones crediticias, sin que la autoridad tuviera capacidad de evaluar el cumplimiento normativo.
- Criterios de contabilidad deficientes que no permitieron dimensionar la verdadera cartera vencida, además de modificaciones en los balances, los cuales ocultaban el verdadero nivel de cartera vencida de cada institución.
- Fácil acceso al crédito, ya que créditos al consumo se obtenían simplemente con el llenado de formularios y comprobación de identidad, dejando a un lado el historial crediticio o la solvencia del

solicitante. Este incremento fue fundamental para el posterior incremento de cartera vencida, ya que, de acuerdo con Banco de México (1994), el saldo nominal total de cartera vigente a través de carteras vencida pasó de 2,454 millones de dólares, a 26,792 millones de dólares en diciembre de 1994.

- La conservación del seguro de banca universal, ya que permitió que los banqueros realizaran sus actividades sin medida, ya que, de enfrentarse a fracasos, las consecuencias serían sufragadas por el dinero de los contribuyentes, lo cual sirvió como motivación al incremento del crédito.
- Información asimétrica entre la banca y la autoridad supervisora, lo cual no permitió la intervención oportuna en el momento que la cartera vencida se fue incrementando.

Todos estos factores generados en el sector bancario, expresados en problemas de cartera vencida, por incumplimiento de sus deudores, sumado a los factores macroeconómicos, es decir, las presiones al tipo de cambio, la salida de capitales por problemas de confianza, así como la desconfianza de los agentes económicos en la política monetaria, que tras la disminución de tasas de interés en el segundo trimestre de 1994, basada ya únicamente en la emisión de Tesobonos (los cuales representaban casi el 90% de la deuda pública³⁵), generó dudas en los agentes acerca de su cumplimiento, comenzando las ventas de pánico para recuperar sus recursos³⁶.

Tales factores generaron un ambiente de desconfianza y fragilidad en la economía mexicana, que finalmente desembocarían en una de las crisis más graves en la historia del país.

³⁵ Cifras obtenidas de Millán Valenzuela, Henio Las causas de la crisis financiera en México (1999).

³⁶ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999) y Banco de México (1994).

La explosión de la crisis y el rescate bancario

La situación era ya insostenible, por lo que entre diciembre de 1994 y enero de 1995, la crisis se manifestó en forma de una macro devaluación del peso, ya que los mecanismos de política monetaria ya eran insuficientes para mantener el tipo de cambio, además, ante la disminución que se tenía en el nivel de reservas internacionales, el objetivo sería ahora establecer estas variables lo antes posible.

Entre las medidas que se tomaron, el alza de tasas de interés, donde si observamos en la Gráfica 7, se muestra un repunte en las tasas de interés de Cetes a 28 días y TIIP en diciembre de 1994, también se incrementaron las tasas impositivas que gravaban el gasto, para el IVA, se aumentó de 1994 a 1995 de 10 a 15% general, y de 6 a 10% en frontera³⁷, y la reducción del gasto público.

El objetivo era reducir el gasto en consumo y en la inversión, para con esto, frenar las presiones inflacionarias tras la devaluación, y convertir el déficit en cuenta corriente a superávit, estas medidas tuvieron sus efectos en demanda agregada, empleo, e ingreso real disponible.

Para revertir el exceso de gasto privado, además de evitar la fuga de capitales, se tuvieron que aumentar las tasas de intereses, por un lado para limitar el financiamiento, y por otro para la mayor obtención de rendimientos. Ante estos incrementos, los bancos tuvieron que modificar sus tasas para no afectar su margen de intermediación, y con esto, se encareció aún más el servicio de la deuda bancaria, generando aún más incumplimientos.

La actividad irresponsable de la banca generó un problema de carteras vencidas, donde se superó por mucho el índice de morosidad permitida por las normas

³⁷ Información obtenida de CENTRO DE INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y PRESUPUESTARIA, artículo "ISR e IVA: Evoluciones históricas" (2014).

internacionales, por lo que las autoridades se vieron en la necesidad de realizar el rescate bancario, primero orientada a las instituciones, y después a los deudores.

El rescate a la banca tuvo un costo fiscal de alrededor del 7.1% del PIB en 1995, y para 1996 ya ascendía a 13.2% del PIB (Girón y Levy, 2005). Se estima que los recursos destinados para las instituciones fueron de aproximadamente 65 mil millones de dólares, y el 10% de esta cifra para los deudores³⁸.

Entre las estrategias destinadas al rescate bancario, se encontraban el otorgamiento de créditos blandos mediante el Programa de Capitalización temporal, el fortalecimiento directo de la estructura de capital mediante aportaciones directas a cambio de acciones y/o obligaciones subordinadas emitidas por las instituciones, pero principalmente mediante la adquisición de activos dañados o la asunción de pérdidas, según el problema que presentara la institución.

Esta estrategia consistía en que, si la institución presentaba problemas de liquidez, se compraba cartera vencida mediante pagares liquidables a diez años y generadores de intereses capitalizables a tasas parecidas a la de Cetes a 90 días, a cambio de que los bancos aportaran un peso de capital por dos de cartera comprada, pero si el problema era de solvencia, se aportaba la diferencia entre pasivos y activos, para con esto sanear a las instituciones y proceder a su venta³⁹.

Se estima que seis bancos absorbieron 68.9 por ciento de los apoyos, los cuales fueron: Serfin, Inverlat, Banpaís, Unión, Cremi y Bancrecer, todos estos desaparecidos posteriormente⁴⁰.

El principal problema de tomar la estrategia dos como la más utilizada, fue el alto costo que esta tuvo, ya que, para diciembre de 1997, el valor nominal de la cartera

³⁸ Cifras obtenidas de Millán Valenzuela, Henio Las causas de la crisis financiera en México (1999).

³⁹ Liquidez es la capacidad de los activos de convertirse en efectivo, mientras que la solvencia es la capacidad de la empresa de cumplir con sus compromisos financieros en el futuro.

⁴⁰ Información obtenida de Cárdenas, E. (2020). La historia según AMLO: el rescate bancario.

vencida adquirida por el Gobierno era de 168 mil millones de pesos, considerando que esta opción implicaba menor recuperación de los recursos destinados al rescate, y desde luego mayor carga a los contribuyentes⁴¹.

Consideraciones finales

Se han expuesto diferentes causas que fueron gestando la crisis de diciembre de 1994. Como se ha revisado en los elementos de la hipótesis de la inestabilidad financiera desarrollada por Minsky, la fragilidad de un sistema económico no es un suceso inesperado y que se puede marcar en el tiempo, es más bien un proceso de varios años, el cual va cambiando la estructura financiera y productiva del país, generando un ambiente de confianza que da pie a la especulación, lo cual va convirtiendo a la economía en una estructura frágil, capaz de romperse ante cualquier eventualidad.

Para el caso de México y la crisis de 1994, el proceso se inició más de una década antes, cuando se cambió el modelo económico, de sustitución de importaciones a una economía exportadora, decidiendo abrir la economía al exterior. Dicha estrategia exportadora requería llevar a cabo el combate a la inflación, el cual, se amplió en 1987 con la firma del Pacto de Solidaridad Económica, el cual, en conjunto con otras medidas expuestas anteriormente, llevaron al tipo de cambio nominal a mantenerse prácticamente constante, y ante la reducción de la inflación, se tuvo un tipo de cambio real sobrevaluado. Esto llevo desde luego al aumento de las importaciones, generando déficits en cuenta corriente, pero ante condiciones financieras atractivas para inversionistas extranjeros, y la llegada de capitales, tanto de forma directa y particularmente de cartera, se dio un aumento de reservas internacionales que permitió mantener esta situación durante cierto tiempo.

⁴¹ El desarrollo de las ideas expuestas en este apartado se basó en Millán (1999) y Girón y Levy (2005).

Sin embargo, llegando 1994, y en un entorno de turbulencias políticas, cambios en la política monetaria, y la excesiva emisión de títulos con cobertura cambiaria, que provocó desconfianza de los inversores, llevaron al incremento en la desconfianza de los inversionistas, disminuyendo de forma importante las reservas internacionales, y volviendo insostenible el mantenimiento del tipo de cambio.

Adicionalmente, los cambios que sufrió el sistema bancario durante la década de los noventa, acompañado de la falta de regulación y supervisión de las autoridades, llevaron a una expansión crediticia en la economía, la cual se realizó sin medidas adecuadas para evaluar el riesgo, eventualmente desembocando en un problema de cartera vencida, poniendo en peligro la supervivencia de las instituciones de crédito.

Como se menciona en la teoría de Minsky, el papel del prestamista de última instancia es vital para proteger a la economía ante los episodios de crisis, en este caso, la puesta en marcha del rescate bancario por parte de las autoridades mexicanas evitó la desaparición de las instituciones financieras que abusaron de la fragilidad de la normativa y supervisión, provocando el exceso de crédito y el consecuente incumplimiento.

Desde luego el rescate bancario representó una enorme salida de recursos públicos, los cuales, evitaron que en los años posteriores a la venta se realizara inversión pública destinada a mejorar y estimular el bienestar de la sociedad, además de convertirse en una importante carga fiscal durante los años posteriores, representando una pesada deuda que descansaría en los propios contribuyentes.

Capítulo 4. Situación financiera en México tras la pandemia por COVID-19.

El sistema financiero mexicano ha experimentado cambios desde que inicio la pandemia. Inicialmente, las afectaciones debido a la caída en la actividad económica, a causa de las medidas de confinamiento y distanciamiento social, se manifestaron en que muchas personas vieran disminuido su ingreso, debido a que las empresas optaron por disminuir su fuerza de trabajo en este periodo para disminuir costos y con esto evitar complicaciones económicas al corto plazo, por lo que muchas de estas personas se vieron en la necesidad de disminuir primeramente su consumo, además de que se encontraron con menores recursos disponibles para hacer frente a sus obligaciones financieras, con la posibilidad de afectar la estabilidad de los intermediarios financieros.

De acuerdo con la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky, resulta importante ver el grado en que los compromisos de pago de los agentes económicos se vean comprometidos durante periodos de fragilidad del sistema. La peculiaridad de la revisión consiste en que, para Minsky (2016), este incremento en la fragilidad se gesta durante un periodo eufórico donde las expectativas eran positivas, ya que los agentes económicos decidieron tomar deuda para realizar sus actividades económicas, o bien, para la especulación. Sin embargo, para el caso de México antes de la pandemia, la economía ya venía enfrentando bajas tasas de crecimiento, con tendencia negativa durante todo el 2019 y una contracción de -1.2% en el primer trimestre de 2020 (Landeros, 2023), además de expectativas pesimistas, por lo que los efectos de la pandemia más bien llegaron a amplificar el escenario adverso en la economía nacional.

Para analizar estos efectos, primeramente, se hace una revisión de las afectaciones inmediatas de la pandemia en la economía de forma general, viendo cómo se afectó la actividad económica, consumo y empleo, para tener un contexto general del estado de la economía tras la pandemia. Posteriormente, utilizando los Reportes de

Estabilidad Financiera de Banco de México, publicados en diciembre de cada año, entre 2020 y 2022, se revisará la situación del sistema financiero en cada año, poniendo el enfoque en la situación del crédito en la economía, para con esto revisar si los cambios que ha experimentado la economía desde la pandemia, han complicado la estabilidad del sistema, desde la visión de Minsky, es decir, revisando el endeudamiento del público, su capacidad de pago y las afectaciones que esto pudiera tener en sus intermediarios.

Efectos inmediatos de la pandemia por COVID-19 en la economía mexicana

Se pueden distinguir tres etapas en el impacto de la pandemia en la economía mexicana de acuerdo con Esquivel (2020), las cuales son:

1. Fines del primer trimestre de 2020, provocado por el cierre de varios países, y las afectaciones por cancelaciones de vuelos. Tal periodo se caracterizó por un choque negativo en regiones con orientación hacia actividades turísticas. Adicionalmente, en esta primera etapa se vieron los efectos tras el cierre de países asiáticos y europeos, afectando a las cadenas globales de valor de algunos sectores manufactureros.
2. Entre abril y mayo, y tras la decisión de suspender actividades consideradas como no esenciales, la economía enfrentó una desaceleración tras el intento de disminuir los posibles contagios. Tal decisión afectó principalmente a sectores manufactureros y de servicios.
3. A partir del mes de julio, se dio el proceso de reapertura, aunque más lento de lo anticipado tras la persistencia de alto grado de contagios, y temores a rebrotes. Debido a lo anterior, diversas actividades económicas seguían afectadas, ya que no se podría regresar a las condiciones previas, hasta que se encontrará una solución para la pandemia.

Estas afectaciones incidieron en que la actividad económica en el país se tuviera que frenar, como medida para mitigar los posibles impactos en la salud de la población, de acuerdo con Esquivel (2020), a partir de marzo se observó una contracción de -1.3% en el Indicador Global de la Actividad Económica, comparando con el mes anterior, donde los principales sectores afectados fueron los Servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas, con -26% y de Servicios de esparcimiento, culturales y deportivos, con -8%, además de la manufactura con -4.7%, mientras que para el mes de abril y tras la decisión de suspender actividades consideradas como no esenciales, el indicador disminuyó en 17.3%, donde la actividad industrial se contrajo en 25% y los servicios con 14%.

Adicionalmente, como consecuencia del freno a la actividad económica, no solo en el país, si no de manera internacional, las exportaciones se desplomaron en 30.3% en el segundo trimestre, poniendo énfasis en la caída de ventas de autos, con tasas en abril y mayo de -79.8% y -49.6%, respectivamente (Mejía, Reyes y Vergara, 2022).

Estas condiciones en la economía incidieron directamente en el consumo de las personas, ya que, por un lado, al tener menos opciones de consumo debido al cierre de establecimientos, y por otro, afectados en su nivel de ingreso tras la disminución en la actividad económica, de acuerdo con Mejía et al. (2022), el consumo privado sufrió una reducción del 19.5% en el segundo trimestre de 2020, considerando que esta variable representa alrededor del 65% del PIB.

Finalmente, la disminución en la actividad económica, y la necesidad de las empresas de ahorrar costos y protegerse ante la situación adversa, generaron afectaciones al nivel de empleo, ya que entre abril y mayo de 2020, se perdieron aproximadamente 1.1 millones de empleos formales, donde entre abril y marzo se perdió la mayoría, con 900 mil, y alrededor del 83.7% de los empleos perdidos correspondieron a trabajadores que percibían entre 1 y 2 salarios mínimos y entre

los sectores más afectados fueron agricultura, construcción, servicios para personas, empresas y el hogar, industria de transformación y comercio, con -11.5%, -10.1%, -8.6%, -4.4% y -3.2%, donde entre estos cinco sectores se registraron el 94% de los empleos formales perdidos (Esquivel, 2020).

Principales demandantes y oferentes de crédito: Revisión de cambios en la situación entre 2020 y 2022⁴²

Situación para el año 2020⁴³

De acuerdo con Banco de México en su Reporte de Estabilidad Financiera diciembre 2020, el financiamiento total de la economía sufrió una desaceleración durante el tercer trimestre del 2020, principalmente causado por la desaceleración de este rubro para los hogares, teniendo una variación real anual de -3.6% en el tercer trimestre, comparado con el mismo periodo de 2019.

Demandantes de crédito

Hogares

Durante este año se vio afectado el ingreso y el empleo de los hogares y considerando que los diferentes intermediarios financieros atienden a segmentos de la población diferentes, los riesgos a los que se enfrentan estos intermediarios serán diferentes para los intermediarios. Cabe destacar que, de acuerdo con Banco de México (2020), se observó una disminución en los instrumentos a plazo en poder de los hogares, y un aumento en los instrumentos a corto plazo, posiblemente

⁴² Para el desarrollo de este apartado se utilizaron los Reportes de Estabilidad Financiera de Banco de México publicados en 2020, 2021 y 2022.

⁴³ Para el desarrollo de este subapartado se utilizó el Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020) pág. 5-103.

provocado por la mayor necesidad de contar con recursos líquidos para enfrentar la incertidumbre tras la pandemia.

En cuestión del endeudamiento de los hogares, el 36.4% del endeudamiento por destino de crédito corresponde al consumo, y el resto a la vivienda, y la banca múltiple, así como las sofomes reguladas con vínculos patrimoniales con los bancos han sido los mayores otorgantes de los créditos, otorgando el 46.1% del financiamiento total para los hogares en septiembre de 2020.

En el crédito a la vivienda, Banco de México (2020) destaca a los principales otorgantes de crédito han sido Infonavit y Fovissste con una participación del 63.1%, seguido de la banca múltiple con 35.7% y el resto con 1.2%, sin embargo, por monto de crédito, la banca múltiple fue el primero en el otorgamiento de créditos. Hasta septiembre de 2020, Infonavit⁴⁴ otorgó 323.2 mil créditos, lo cual representó una disminución anual de 18.4%, la banca múltiple 176.9 mil créditos, lo cual fue 24.4% menos que el año anterior, mientras que Fovissste⁴⁵ tuvo un incremento en el otorgamiento de créditos de 5.5%.

Crédito al consumo hogares

Tras la pandemia, entre marzo y septiembre de 2020, se observó una disminución generalizada en el crédito otorgado por los intermediarios para el consumo, particularmente para las tarjetas de crédito sin garantía de un bien, o de una cuenta como los préstamos de nómina, así como los préstamos personales. Tal disminución fue producto posiblemente de la disminución del consumo de los hogares, considerando que adicionalmente que se reportaron mayores liquidaciones y amortizaciones de créditos para el periodo indicado (Banco de México, 2020).

⁴⁴ Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores.

⁴⁵ Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado.

Adicionalmente, Banco de México (2020) indica que la carga financiera, determinada por la proporción del ingreso que se destina a cubrir el pago exigible de todos los créditos de una persona mostró un aumento en el periodo determinado, principalmente en los préstamos personales, lo cual indica que la capacidad de pago de los deudores se ha visto comprometida tras la pandemia.

En cuestión de la morosidad, gracias a los quitas y castigos ⁴⁶aplicados por las instituciones, el Índice de Morosidad (IMOR)⁴⁷ mostró una disminución durante el tercer trimestre de 2020, aunque el segmento de préstamos personales se identifica como el de mayor morosidad. Por su parte, la morosidad en las entidades no reguladas continuó con tendencia creciente en la cartera de consumo no automotriz, llegando a un Índice de Morosidad de 11%⁴⁸ en septiembre de 2020, tal aumento se explica en parte porque las entidades reguladas se vieron beneficiadas por facilidades regulatorias autorizadas por la CNBV.

Crédito a la vivienda

El crédito a la vivienda, si bien continuó con crecimiento en 2020, registró una desaceleración en su ritmo entre marzo y septiembre de 2020, debido a que las amortizaciones y liquidaciones han superado la emisión de créditos nuevos.

De acuerdo con Banco de México (2020), los bancos reportaron un aumento en la demanda de crédito hipotecario, sin embargo, se dio un apretamiento de las condiciones para otorgar créditos, enfocándose en la calidad de la cartera, esto ante la adversidad y los riesgos que implicó la pandemia.

⁴⁶ Un quita es una rebaja o monto perdonado en forma parcial o total que se hace al valor de la cartera. El acreedor de la deuda voluntariamente renuncia al cobro de una parte o al total de esta. Mientras que un castigo a cancelación del crédito cuando existe evidencia que se han agotado las gestiones formales de cobro o se ha determinado la imposibilidad práctica de recuperación del crédito. (Glosario de términos, CNBV).

⁴⁷ El Índice de Morosidad (IMOR) representa la proporción que existe entre la cartera vencida y la cartera total. (Glosario de términos, CNBV).

⁴⁸ Dato obtenido del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

La morosidad del crédito a la vivienda aumentó durante el periodo del informe, tanto para el crédito bancario como para la cartera del Infonavit y Fovissste, alcanzando una morosidad de 15.4% y 7.3% respectivamente, en comparación de sus niveles en marzo de 13.9% y 6.4%, respectivamente⁴⁹. Para el caso del Infonavit, el incremento de la morosidad se puede atribuir a la pérdida de empleo de sus deudores, considerando que otorgan créditos a hogares con menores ingresos y más expuestos a la pérdida y afectaciones a su empleo, mientras que el Fovissste, registró un menor aumento en su morosidad debido a que sus créditos son para trabajadores del Estado.

Empresas privadas no financieras

De acuerdo con Banco de México (2020), estas empresas privadas no financieras han incrementado su nivel de deuda como resultado del uso de líneas de crédito que se utilizaron posiblemente para contar con mayor liquidez de forma temporal ante la incertidumbre de la pandemia. De acuerdo con lo anterior, el informe menciona que el otorgamiento de créditos a empresas grandes se aceleró en marzo y abril de 2020. Adicionalmente, las empresas incrementaron sus instrumentos de ahorro, particularmente los depósitos, tanto a la vista como a plazo, los cuales se incrementaron a partir del segundo trimestre de 2020.

Banco de México (2020) indica que si bien el financiamiento a empresas privadas no financieras se aceleró en el primer trimestre de 2020, este sufrió una desaceleración para el segundo y tercer trimestre, principalmente el financiamiento otorgado por la banca, mientras que los intermediarios financieros no bancarios mantuvieron su ritmo previo. En cuestión al crédito bancario a las pymes, de acuerdo con el reporte, este rubro tuvo una variación anual real de -6.3% en septiembre de 2020, principalmente debido a la mayor rigidez para la aprobación del crédito tras la pandemia.

⁴⁹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

Como se mencionó anteriormente, la caída en el flujo operativo de las empresas tras la pandemia dificultó el cumplimiento de sus obligaciones financieras, particularmente en los sectores más afectados, como los servicios, transporte aéreo, construcción o industrial, por lo que las empresas se han visto en la necesidad de incrementar su nivel de deuda, ya sea de manera precautoria, evitando tener futuros problemas de liquidez, o bien para hacer frente a sus compromisos de pago.

Oferentes de crédito

Banca múltiple

Como medida precautoria ante la pandemia, la banca múltiple registró aumento en su nivel de capitalización entre marzo y septiembre de 2020, de acuerdo Banco de México (2020), esto explicado por un mayor capital aportado por las instituciones, además de la reducción en sus activos sujetos a riesgos.

Como resultado del menor ingreso por intereses de cartera y otras fuentes, además de mayores egresos, Banco de México (2020) indica que la banca múltiple ha experimentado una reducción en su rentabilidad, explicado por una parte por la disminución en los intereses recibidos por los programas de apoyo, los cuales permitieron diferir pagos, además de menores tasas de interés a lo largo de la curva, lo cual provocó disminuciones en las tasas activas, mientras que el aumento de sus egresos fue principalmente por la creación de provisiones crediticias, las cuales son reservas adicionales de crédito, como medida de precaución.

Banco de México (2020) realiza un cálculo del valor en riesgo adicional (CVAR)⁵⁰, el cual pasó de 9.13% a 10.86%⁵¹ entre marzo y septiembre de 2020, lo cual

⁵⁰ Este cálculo estadístico analiza el riesgo de crédito en la banca, mediante el valor en riesgo condicional (cVaR, como proporción del portafolio de crédito, permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, representando el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VAR. (Banco de México, 2020).

⁵¹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

representa el aumento de riesgo en la cartera de crédito tanto de consumo como de empresas, donde por riesgo se considera la probabilidad de incumplimiento.

Adicionalmente, en términos de liquidez, el Reporte indica que la banca múltiple mantiene amplios niveles de liquidez desde antes de la pandemia, debido a la implementación del Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL) en 2015, adicionalmente, desde el segundo trimestre de 2020, estas reservas de liquidez se han incrementado, manteniendo niveles adecuados, tanto para bancos grandes como medianos y pequeños.

Como medidas para tener liquidez, los bancos aumentaron su tenencia de activos líquidos, incremento en su captación, y la sustitución de cartera de crédito por activos líquidos, particularmente valores gubernamentales.

Banca de desarrollo e instituciones de fomento

De acuerdo con Banco de México (2020), las instituciones de fomento cuentan, en conjunto, con un ICAP⁵² en conjunto de 18.7% para septiembre de 2020, sin embargo, ha experimentado una disminución en su nivel de capital disponible para crecimiento de cartera, explicado por la disminución en la formación de capital y el aumento de sus activos sujetos a riesgo.

La banca de desarrollo otorga financiamiento directo e inducido⁵³, que, para septiembre de 2020, alcanzaba la cifra de 1,865 miles de millones de pesos, representando el 29.9% del financiamiento total del sector bancario, donde el crédito directo representó el 72%, dejando un 28% para el crédito inducido. Ambos tipos de

⁵² El Índice de Capitalización representa la fortaleza financiera de una institución para soportar Pérdidas no Esperadas por los riesgos en los que incurre, se obtiene dividiendo el capital contable entre los activos ponderados por nivel de riesgo. (Glosario de términos, CNBV).

⁵³ Por crédito inducido se entiende como el monto de crédito otorgado por intermediarios financieros, que cuentan con alguna garantía de las instituciones de fomento. (Banco de México, 2020).

financiamiento de estas instituciones tuvieron un crecimiento real de 1.3% entre septiembre de 2019 y 2020⁵⁴.

En cuestión de morosidad, Banco de México (2020) indica que se encuentran en niveles manejables, alcanzando un IMOR de 2.38%⁵⁵, donde los sectores con mayor morosidad han sido el comercio, hoteles y restaurantes, los cuales fueron los más afectados tras la pandemia por COVID-19.

Como apoyo por la emergencia sanitaria, las instituciones de fomento han implementado medidas para mitigar el deterioro de su cartera, entre las cuales se encuentra el diferimiento de pagos o las ampliaciones de plazo

De acuerdo con Banco de México (2020), la banca de desarrollo no presenta problemas de liquidez, sin embargo, los indicadores muestran deterioro en algunas instituciones tras la pandemia, de acuerdo con lo anterior, se han registrado menores ingresos por intereses, baja en las comisiones y la creación de reservas preventivas, lo cual, ha afectado a la rentabilidad de la banca de desarrollo, ya que para septiembre de 2020, se tuvo un resultado neto de 12,981 millones de pesos, cifra que fue 14% menor que en el mismo mes del año anterior.

Infonavit y Fovissste

Estas instituciones son importantes ya que otorgan crédito para la vivienda, la principal diferencia es que el Fovissste tiene entre sus derechohabientes a trabajadores del Estado, por lo que de alguna forma cuentan con mayor estabilidad laboral que los derechohabientes del Infonavit, sin embargo, ambas instituciones se han enfrentado a retos tras la pandemia.

⁵⁴ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

⁵⁵ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

En lo que respecta al Infonavit, este experimentó un incremento en su Índice de Morosidad, pasando de 13.8% a 15.4% entre marzo y septiembre de 2020, adicionalmente, se dio un incremento en la cartera que ha solicitado y ha sido elegible para prórroga, de 39.5% anual en términos reales, mientras que la cartera vencida llegó a un crecimiento anual de 89.9% real al cierre de septiembre⁵⁶.

Banco de México (2020) indica que ante este aumento en su morosidad, Infonavit inició diversos programas de apoyo, para las empresas, en cuestión del pago de contribuciones o aportaciones de sus empleados, mientras que para sus beneficiarios en el pago en amortizaciones, beneficiando a más de 450.3 mil derechohabientes y más de 33.2 mil empresas, las cuales el 95% son pymes.

Debido a que el Infonavit obtiene recursos para otorgar créditos a partir de aportaciones y amortizaciones de su cartera vigente, se encuentra en una situación adversa y en riesgo ante la pérdida de empleo o disminución de ingreso de sus derechohabientes, por lo tanto, se destaca que los principales riesgos para la Institución son en materia de empleo, inflación, informalidad y tasa de interés.

Para el caso del Fovissste, su morosidad alcanzó el 7.3%, cifra 0.9% mayor a marzo de 2020, mientras que el crecimiento de su cartera de crédito experimento un aumento de 4.2% a 9.9% real anual entre marzo y septiembre de 2020⁵⁷, siendo indicador de la mayor estabilidad laboral de sus derechohabientes, lo cual le permitió no sufrir un mayor aumento en su morosidad, además de incrementar su cartera de créditos.

Otros intermediarios financieros no bancarios

⁵⁶ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

⁵⁷ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

Estas entidades financieras, ya sean reguladas o no, son importantes para el otorgamiento de crédito, ya que generalmente atienden a sectores de la población que la banca tradicional no atendería (Banco de México, 2020).

Banco de México analiza principalmente la situación de las Sociedades financieras populares (sofipos), las Sociedades Cooperativas de Ahorro (socaps) y las uniones de crédito. En conjunto, hasta septiembre de 2020 estas instituciones acumulan solo el 1.1% de los activos de sistema financiero, sin embargo, atienden a millones de clientes⁵⁸.

Para el caso de las sofipos, estas realizan operaciones de ahorro y crédito entre sus socios y al público el general. Estos intermediarios atienden principalmente al sector rural, zonas semiurbanas y dependen de la captación de sus recursos para su financiamiento, por lo tanto, están expuestos a riesgos de crédito y liquidez, además, en cuestión de morosidad, algunas sofipos tienen altos niveles de morosidad y baja liquidez, alcanzando un nivel de liquidez de 10.6% a septiembre de 2020, mientras que el Índice de Morosidad de estos intermediarios pasó de 10.7% a 12.6% entre septiembre de 2019 y 2020, finalmente, en cuestión de rentabilidad, estos intermediarios mostraron un nivel de -2.5%⁵⁹, lo cual hace que sea el sector con menor rentabilidad entre los intermediarios no bancarios.

En cuestión de las socaps, estos únicamente realizan operaciones entre sus socios. Han experimentado un incremento marginal en su morosidad, pasando de un IMOR de 4.5% a 4.7% entre septiembre de 2019 y 2020, sin embargo, estas instituciones cuentan con una adecuada liquidez, donde el indicador para septiembre de 2020 alcanzó los 20.1%. Mientras que, en rentabilidad, estos intermediarios alcanzaron un nivel de 5.1%, siendo con esto el sector con mayor nivel de rentabilidad a septiembre de 2020⁶⁰.

⁵⁸ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

⁵⁹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

⁶⁰ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

Por su parte, las uniones de crédito son sociedades anónimas que su capital se compone de aportaciones de sus socios, que pueden ser personas morales o físicas con actividad económica afín. En cuestión de morosidad, su índice pasó de 6.2% a 4.5% entre abril y septiembre de 2020, mientras que, en términos de liquidez, estas instituciones se encuentran expuestas a riesgos, ya que el 90% de su financiamiento es a corto plazo, y sus activos líquidos solo cubren el 19% de dicho financiamiento. Finalmente, en términos de rentabilidad, el sector alcanzó un nivel de 2.9%⁶¹.

Como estos intermediarios reciben sus recursos principalmente del público, específicamente de sus socios, se encuentran ante riesgos de que se reduzca su capacidad de otorgar créditos, considerando que la mayoría de la población que atienden, como se mencionó anteriormente, no tienen acceso al crédito en la banca tradicional.

Situación en 2021⁶²

Panorama general

El año estuvo condicionado por la evolución de la pandemia, además del avance en la vacunación, elementos fundamentales para continuar la reactivación de la actividad económica, la cual, continuó mostrando una evolución heterogénea, de acuerdo con sectores, además, el otorgamiento de crédito aún no mostró una reactivación.

En el contexto internacional, la recuperación mostró un comportamiento heterogéneo por regiones y países, de acuerdo con la evolución de la pandemia, considerando la aparición de la variante Delta en la segunda mitad del año, la cual

⁶¹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2020).

⁶² Para el desarrollo de este subapartado se utilizó el Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021) pág. 5-98.

ocasionó un aumento en los contagios, además del freno a la reactivación. En cuestión de la inflación, esta mostraba tendencia ascendente desde inicios del año, como resultado de los desajustes entre oferta y demanda, aumentos en precios de alimentos y energéticos, además de la reapertura y normalización de los servicios.

A pesar del aumento de la inflación, de acuerdo con Banco de México (2021) las autoridades monetarias mantuvieron sus tasas de interés a niveles cercanos a cero, como a partir de la pandemia, manteniéndolas sin cambios.

En el panorama nacional, se registró un crecimiento trimestral desestacionalizado de 1.2%, considerando una contracción en el tercer trimestre de -0.4%, como consecuencia del aumento en los contagios, y el consecuente freno a la actividad económica. En cuestión de inflación, también se observó un incremento, alcanzando 7.05% en noviembre, ante lo cual, la Junta de Gobierno de Banco de México, a diferencia de otros bancos centrales, incrementó su tasa de referencia, pasando de 4% a 5% entre junio y noviembre de 2021⁶³.

Para los mercados financieros, la incertidumbre de los participantes incrementó durante el año, como resultado de la evolución de la pandemia, mayor inflación a nivel internacional, las decisiones de política monetaria en varios países, por lo que la aversión al riesgo aumentó, afectando a los mercados, principalmente a los países emergentes. Tal aversión al riesgo afectó por igual al peso mexicano en el mercado de divisas, por lo que tuvo un comportamiento negativo durante 2021, sin embargo, a partir de junio de 2021, el peso se mantuvo entre el rango de 19.70 y 22.15 pesos por dólar⁶⁴. Adicionalmente, los mercados accionarios en México mostraron movimientos negativos marginales, particularmente los sectores relacionados con materiales y bienes raíces, a causa de la menor construcción en México, mientras que los de mejor desempeño fueron las telecomunicaciones y

⁶³ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁶⁴ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

consumo básico, por aumentos en la demanda externa e interna, además de la disminución en restricciones de movilidad.

Finalmente, habrá que considerar que, en septiembre de este año, terminaron la mayoría de las medidas de apoyo al canal crediticio y los mercados financieros que implementó Banco de México a partir de la pandemia, los cuales, como vimos anteriormente, apoyaron a muchos intermediarios a mantener sus indicadores sin grandes aumentos.

Demandantes de crédito

Hogares

De forma general, el endeudamiento de la economía mostró disminución durante el periodo del Reporte, en el caso de los hogares, su posición financiera⁶⁵ pasó del 45% al 42% del PIB⁶⁶. En cuestión de apalancamiento, los hogares han mantenido niveles constantes, sin alteraciones importantes, por lo que los saldos en la deuda total de los acreditados, además del apalancamiento como proporción del ingreso mensual destinado al pago de su deuda, se mantuvo a niveles similares entre septiembre de 2020 y 2021.

Crédito al consumo

Hasta septiembre de 2021, el crédito al consumo para los hogares mostró disminución, a excepción del crédito automotriz. Adicionalmente, se registró un aumento en el saldo de acreditados que liquidan el total de su saldo exigible al final del periodo, fenómeno que desde el inicio de pandemia se ha estado mostrando. Entre agosto de 2020 y 2021, la carga financiera de los acreditados de la banca múltiple al consumo también mostró menores niveles, además de que se observó

⁶⁵ Banco de México calcula la posición financiera como la diferencia entre el ahorro agregado de los hogares y el endeudamiento agregado expresado como proporción al promedio de 4 trimestres del PIB.

⁶⁶ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

una disminución en el segundo semestre de 2021, después de alcanzar los niveles más altos en los últimos 5 años al inicio de año. En el periodo se observó una disminución en la morosidad, lo cual, según Banco de México (2021), es explicada por una menor cartera vencida, ya que se dio un menor traspaso de cartera vigente a cartera vencida y por mayores niveles de quebrantos, sin embargo, la morosidad de créditos personales continúa siendo la mayor entre los segmentos.

Crédito a la vivienda

A diferencia del crédito al consumo, este continuó expandiéndose, aunque a partir del segundo semestre fue a menor ritmo que en los anteriores, esto considerando que los estándares para otorgar crédito hipotecario se mantienen rígidos.

En cuestión de la morosidad del crédito bancario a la vivienda, también mostró una disminución después de alcanzar su máximo en los últimos años, en mayo de 2021. Esta disminución, al igual que al crédito al consumo, se dio por una reducción en cartera vencida, además del crecimiento en la cartera vigente, considerando que se tuvieron incrementos en la morosidad durante 2020, debido a los impagos en su cartera con mayor riesgo, principalmente en viviendas de menor valor. sin embargo, Banco de México (2021) indica que la probabilidad de incumplimiento en nuevos créditos para el sector privado y público ha aumentado a partir de enero de 2021, por lo que se recomendó poner atención a estos indicadores para evitar mayores riesgos en su cartera.

Adicionalmente, se menciona que el tiempo entre que un acreditado incumple, y se pasa a carta vencida, ha mostrado una reducción marginal en trabajadores del sector privado.

Empresas privadas no financieras

El financiamiento a las empresas privadas no financieras mostró contracción desde el primer trimestre de 2021, aunque se menciona que en el tercer trimestre la caída fue menor que en los dos previos, además, se observó una menor contracción en

el crédito de la banca múltiple, que representa el principal otorgante de crédito a estas empresas, el cual, mostró decrementos desde cuatro trimestres anteriores, lo cual ha sido mayor en las empresas grandes, debido a la dinámica en el crédito otorgado a un segmento reducido de empresas que registraron las mayores disposiciones de sus líneas de crédito a inicios de pandemia, mientras que para las pymes, el crédito mostró una relativa mejoría en comparación con lo observado en 2020.

En cuestión de morosidad, Banco de México (2021) indica que los niveles se mantuvieron relativamente estables durante todo el año, tanto para otorgantes bancarios como no bancarios, considerando que el crédito bancario registró aumento en la morosidad de las grandes empresas, mientras que las empresas de menor tamaño mostraron una disminución a partir de mayo de 2021. De acuerdo con lo anterior, se ha presentado una mejoría en la realización de pagos de las empresas, tanto en grandes como de menor tamaño, además de que el tiempo que transcurre antes de que sus créditos se clasifiquen como vencidos, después de incumplimiento, ha aumentado.

De forma general, el regreso a las actividades económicas, si bien heterogéneo de acuerdo con el sector al que pertenece, ha apoyado a una mejora en los flujos operativos de las empresas, lo cual ha apoyado al mejoramiento en los indicadores de endeudamiento y en el cumplimiento de sus pagos.

Oferentes de crédito

Banca múltiple

Banco de México (2021) indica que, para septiembre de 2021, los activos de la banca múltiple sufrieron una reducción de 7.6% anual real, con una cifra de 11.1 billones de pesos, mientras que sus pasivos se redujeron en 8.8%⁶⁷. Sus activos se

⁶⁷ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

redujeron principalmente por recomposiciones en su cartera, disminuyendo reportos y derivados, además de menor inversión en valores y cartera de crédito. Tal caída de crédito, como resultado de un menor otorgamiento a empresas, mientras que, entre marzo y septiembre, se registró un aumento en créditos al consumo y vivienda.

La capitalización de la banca múltiple continuó expandiéndose en el periodo, debido a un mayor capital aportado de las instituciones, además de que, en el segundo semestre de 2021, entró en vigor modificaciones en la regulación de capitalización, donde se redujeron los ponderadores aplicables a los créditos otorgados a hogares y empresas pequeñas.

En cuestiones de rentabilidad, en 2021 se observó una recuperación en su ROE, aunque con heterogeneidad dentro de los bancos de acuerdo con su modelo de negocios. Se registraron menores gastos en provisiones, menores gastos administrativos, y mayores ingresos netos por comisiones, mientras que, a partir de marzo de 2021, su margen financiero acumulado de doce meses mostró una recuperación gradual.

En cuestión de riesgo de crédito, a diferencia de 2020, su valor en riesgo condicional (CVAR), como proporción del portafolio de crédito, disminuyó de 12.6% a 11.5% entre marzo y septiembre de 2021⁶⁸ (considerando que estos representan valores superiores a los observados en 2020). Esta disminución, de acuerdo con Banco de México (2021), se explica por el menor riesgo de las carteras de crédito de consumo y de empresas, ya que estos mostraron menores probabilidades y correlaciones de incumplimiento.

Se registraron incrementos en niveles de liquidez en las instituciones bancarias desde el segundo trimestre de 2020, hasta alcanzar niveles superiores a los observados antes de la pandemia, en 2021. Tal incremento, inicialmente fue debido

⁶⁸ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

a una mayor precaución por los bancos, y posteriormente por el menor otorgamiento de crédito. De acuerdo con lo anterior, Banco de México (2021) indica que al tercer trimestre de 2021, salvo una institución, todas las instituciones de banca múltiple tenían un CCL promedio superior al 100%.

Banca de desarrollo e instituciones de fomento

Hasta septiembre de 2021, estas instituciones en conjunto registraron un aumento en su ICAP, alcanzando un valor de 22.7%, que representa 397 puntos base más que en septiembre de 2020⁶⁹, esto explicado por mayor capital neto y menores activos sujetos a riesgos.

Para el periodo del reporte, la banca de desarrollo alcanzó un saldo de financiamiento directo e inducido de 1,737 miles de millones de pesos, representando un 27.9% del financiamiento total del sector bancario, donde el 72% correspondió a crédito directo, y el 28% a crédito inducido neto. En comparación con el mismo periodo de 2020, se tuvo una contracción del 11.9% real en su saldo de financiamiento del sistema, considerando las instituciones con mayor contracción fueron Nafin, FND y SHD, explicado por la menor colocación de crédito y garantías⁷⁰.

De acuerdo con lo anterior, el monto de crédito dispersado en los 12 meses anteriores mostró una disminución de 23% real.

En cuestión de morosidad, la cartera vencida mostró una disminución real de 10% en el último año, alcanzando un valor de 30,391 millones de pesos, mientras que su IMOR en conjunto alcanzó un valor de 2.44%, lo cual no representó un incremento mayor en comparación con 2020, donde las instituciones con mayor morosidad son el Banco del Bienestar, SHF y FND con 18.5%, 14.6% y 14.2%, respectivamente⁷¹.

⁶⁹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁷⁰ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁷¹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

Este indicador de morosidad comparado con el de la banca múltiple, que es de 85 puntos base inferior.

A diferencia de 2020, en 2021 los indicadores de liquidez mejoraron a partir del tercer trimestre, mientras que, en términos de rentabilidad, este también mostró un incremento de 14% en septiembre de 2021, en comparación con el mismo periodo del año anterior, alcanzando un resultado neto de 14,687 millones de pesos, sin embargo, su margen financiero fue 10% menor que el año anterior, explicado, según Banco de México, por la disminución en las tasas de referencia y el menor saldo de cartera de crédito, por lo que se tuvo una disminución en sus ingresos de 25%, mientras que sus gastos también cayeron en 30%.

Infonavit y Fovissste

Para el caso de Infonavit, continuó incrementándose el nivel de morosidad, alcanzando 17.6% hasta junio de 2021, cifra que, según Banco de México, representó el máximo histórico, sin embargo, a partir de este momento comenzó un descenso, alcanzando un 17.1% en septiembre, aunque desde luego, es nivel superior a los de antes de pandemia.

Adicionalmente, a partir de mayo de 2021, se dio una contracción en el saldo de la cartera en programa, además de observarse una contracción en la tasa de crecimiento de la cartera vencida de vivienda.

Banco de México (2021) analiza el saldo de la cartera de régimen especial de amortización (REA)⁷² y la cartera en régimen ordinario de amortización (ROA)⁷³, donde el primer indicador, mostró una contracción desde agosto, además de disminuir su probabilidad de incumplimiento desde junio, mientras que, en cuestión del segundo indicador, ha registrado un incremento desde junio, considerando el

⁷² Registra los créditos de trabajadores sin relación laboral activa, por lo que representa mayor riesgo (Banco de México, 2021).

⁷³ Representa a la cartera de los trabajadores con relación laboral activa (Banco de México, 2021).

traspaso de cartera del régimen especial al ordinario, esto quiere decir un aumento en el empleo, y por lo tanto, disminución en riesgo para el Instituto. Sin embargo, su índice de cobertura de reservas se mantiene inferior al 100%, ya que, a septiembre de 2021, alcanzó un nivel de 86.6%⁷⁴, con la consideración que este indicador venía mostrando descenso hasta estabilizarse en dicho nivel en septiembre.

En el segundo semestre de 2021, Infonavit incrementó en 2.5% su colocación de créditos, con respecto al semestre anterior, alcanzando un total de 268.9 mil créditos⁷⁵. Finalmente, en términos de aportaciones, se observó un incremento de 5.7% anual en el número de registros patronales que realizan aportaciones en favor de los trabajadores, además que el monto de recaudación por tales aportaciones patronales también mostró un incremento de 5% anual real.

La situación de Fovissste en morosidad no fue diferente, ya que hasta agosto de 2021 continuó mostrando incremento en su índice de morosidad, sin embargo, destaca que su cartera vigente mostró recuperación en su ritmo de crecimiento, después de que este se venía reduciendo desde diciembre de 2020, adicionalmente, la cartera vencida mostró una reducción en su tasa de crecimiento anual, manteniendo niveles prepandemia. Si bien este incremento en su morosidad, Banco de México (2021) informa que el instituto cuenta con un nivel de cobertura de reservas de 123.2%⁷⁶, lo cual le sería suficiente para cubrir cualquier riesgo de cartera.

Otros intermediarios financieros no bancarios

De forma general, estos intermediarios mostraron incremento en sus niveles de morosidad, además de disminuciones de rentabilidad, sin embargo, la recuperación económica ha permitido que algunos de estos indicadores hayan mejorado durante el año.

⁷⁴ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁷⁵ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁷⁶ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

La situación de las sofipos para 2021 estuvo marcada por altos niveles de morosidad y baja liquidez, ya que, según el reporte, sus acreditados han enfrentado problemas para hacer frente a sus pasivos, lo cual ha provocado que estas instituciones registren pérdidas por varios trimestres consecutivos. De acuerdo con lo anterior, alcanzaron un nivel de morosidad⁷⁷ de 9.4% a septiembre de 2021 (que es inferior al nivel registrado un año anterior), una rentabilidad de -0.7% y liquidez⁷⁸ de 12%⁷⁹. Las 37 sofipos en operación manejan alrededor de 24.2 miles de millones de pesos por captación tradicional de al menos 4.6 millones de clientes.

Las socaps han observado un aumento marginal en sus niveles de morosidad, aunque bajos en comparación con las sofipos, ya que, a septiembre de 2021, su nivel fue de 5.2%, además de buen nivel de liquidez, con un nivel de 19.8%, y una rentabilidad de 6.1%⁸⁰, haciéndolo el sector con mayor rentabilidad dentro de las instituciones no bancarias reguladas. Hasta septiembre de 2021, las 155 socaps administraban 167.4 miles de millones de pesos por captación tradicional, con un total de poco más de 8 millones de socios.

Finalmente, las uniones de crédito mostraron aumentos en su morosidad, y una recuperación en su rentabilidad, aunque sin alcanzar los niveles prepandemia. De acuerdo con lo anterior, estos intermediarios mostraron un nivel de morosidad, a septiembre de 2021, de 5.4%, de liquidez de 21% y de rentabilidad de 2.8%⁸¹, considerando que algunas uniones de crédito se especializan en sectores fuertemente afectados por la pandemia, y sin posibilidad de diversificar por la naturaleza gremial de estos intermediarios, sin embargo, han observado mejoras en sus indicadores, aunque con algunos casos aislados para algunas entidades.

⁷⁷ Representado por la cartera vencida sobre cartera total.

⁷⁸ Representado por sus activos líquidos sobre pasivos a corto plazo.

⁷⁹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁸⁰ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

⁸¹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2021).

Situación en 2022⁸²

Panorama general

Tanto en el contexto nacional como el internacional, se enfrentó durante el año a niveles de inflación elevados, repercutiendo en las perspectivas de crecimiento, además de aumentar la incertidumbre en los agentes económicos.

De forma internacional, además del reto del continuo recuperación de la pandemia, considerando incrementos en el número de contagios, además de la vacunación tras la pandemia, se sumaron los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania, además de observar una menor recuperación en China, esto como resultado de las medidas estrictas anti-COVID en este país. Estos factores, incidieron en el empeoramiento de las condiciones financieras globales, además de un menor crecimiento.

Tras las medidas de apoyo a la población en la pandemia, buscando acelerar la recuperación económica en las economías, se enfrentan escenarios con inflación muy superior a los objetivos de cada país, y la consecuente respuesta monetaria por las autoridades de cada país, para intentar llevar este indicador a sus objetivos, de acuerdo con lo anterior, Banco de México (2022) informa que la Reserva Federal incrementó su tasa de referencia en 75 puntos base en cada reunión entre junio y noviembre, donde la tasa pasó de 3.75% a 4%⁸³.

En el escenario nacional, si bien la economía continuó mejorando, registrando un crecimiento trimestral de 1.1%, también se vive un escenario de alta inflación, llegando a 8.14% en la primera quincena de noviembre, por lo que Banco de México ha aumentado su tasa de referencia, pasando de 7% a 10% entre junio y

⁸² Para el desarrollo de este subapartado se utilizó el Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022) pág. 4-103.

⁸³ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

noviembre⁸⁴, con la intención de combatir a la inflación, sin afectar al crecimiento económico.

Los mercados financieros se han visto afectados por factores como: escenarios de elevada inflación a nivel global, lo cual ha causado políticas monetarias más restrictivas, además de la expectativa de que las tasas de referencia seguirán en niveles altos, también el conflicto entre Rusia y Ucrania, que ha afectado las cadenas de suministro, presionando aún más el alza a la inflación y al crecimiento económico, la menor recuperación económica de China, además de políticas fiscales expansivas, lo cual ha dificultado la instrumentación de la política monetaria, y esto, afectado a los mercados.

Para el mercado cambiario, Banco de México destaca el comportamiento positivo del peso mexicano, particularmente en el segundo semestre de 2022, ya que se ha mostrado estabilidad ante episodios de aversión al riesgo global, por lo tanto, el peso ha permanecido en un rango de entre 19.04 y 22.05⁸⁵ durante este último semestre.

Finalmente, los mercados accionados mostraron movimientos positivos, aunque diferenciados por sector. De acuerdo con lo anterior, el sector más favorecido fue el de consumo básico, mientras que las empresas de materiales continúan mostrando desempeño negativo.

Demandantes de crédito

Hogares

A septiembre de 2022, el endeudamiento de los hogares fue mayor que el ahorro, lo cual afectó a su posición financiera, además de considerar que el crecimiento del

⁸⁴ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

⁸⁵ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

PIB fue mayor. De acuerdo con lo anterior, Banco de México (2022) indica que los saldos de la deuda total de los acreditados, considerando créditos bancarios y no bancarios, se ha mantenido en mismos niveles reales entre 2019 y 2022, y la proporción de ingreso mensual que se destina a pagar deuda, se ha mantenido en sus mismos niveles entre septiembre de 2021 y 2022.

Crédito al consumo

El crédito otorgado por la banca ha mostrado tasas de crecimiento anuales positivas, solo considerando el caso del crédito automotriz, el cual se ha visto afectado por interrupciones en cadenas de suministros, además de incrementos en precios de vehículos.

En este periodo se indica el crecimiento en cartera de tarjetas de crédito bancarias, lo cual se explica principalmente por un mayor uso por parte de los acreditados que ya contaban con tarjeta, y en menor medida por nuevos acreditados. Vale la pena mencionar que, en contraste con 2021, se ha registrado una disminución en el saldo de acreditados que liquidan el total de su saldo exigible al final del periodo, lo cual habla del mayor apalancamiento que enfrentan estos agentes económicos.

Además del mayor crédito otorgado, también se ha visto un aumento en la colocación entre clientes con mayor riesgo relativo, particularmente en créditos de nómina y automotrices, por lo que se puede hablar de una relajación en el otorgamiento, lo cual se venía observando desde el inicio de pandemia.

En cuestiones de morosidad, si bien no se han tenido cambios importantes, algunos segmentos han aumentado su IMOR, particularmente el caso del crédito a nómina, tarjetas de crédito y préstamos personales (Banco de México, 2022).

Crédito a la vivienda

El financiamiento a la vivienda tuvo una reducción en términos reales entre septiembre de 2021 y 2022, considerando que la banca múltiple y sus sofomes

continuaron su ritmo de crecimiento en el año, pero para el caso de Infonavit y Fovissste se registró una contracción.

En cuestiones de morosidad, en el crédito bancario a la vivienda, este indicador ha descendido desde el segundo semestre de 2021, esto como resultado del aumento de la cartera vigente, y en menor medida por la disminución en la cartera vencida (Banco de México, 2022).

Empresas privadas no financieras

El financiamiento a las empresas privadas no financieras continuó la trayectoria decreciente que mostró en 2021, con lo cual alcanza, hasta septiembre de 2022, ocho trimestres decreciendo, tanto en su componente interno como externo.

Destaca el caso de la banca, que es el principal otorgante de crédito a las empresas, y en el segundo trimestre de 2022 se registró tasas de crecimiento reales anuales positivas, lo cual no se mostraba desde septiembre de 2020, y de acuerdo a Banco de México (2022), este crecimiento se explica por un mayor crédito a empresas grandes, principalmente un mayor uso de los acreditados existentes, mientras que el otorgamiento a empresas de menor tamaño continua disminuyendo, explicada por un menor saldo de los acreditados existentes.

De acuerdo con lo anterior, el menor crédito a empresas de menor tamaño, y generalmente el menor otorgamiento a nuevas solicitudes, se explica por un endurecimiento en la selección de nuevos créditos, considerando el riesgo que esto implica. Adicionalmente, se ha registrado un apretamiento en las condiciones financieras, sin embargo, si bien en el segundo y tercer trimestre de 2022 se tuvieron incrementos en tasas de interés de nuevos créditos, también se ha registrado menor prima de riesgo, en comparación con 2020, particularmente en créditos a Pymes.

En términos de morosidad, se registró una disminución en el indicador del crédito que otorga la banca múltiple a empresas, particularmente en empresas grandes, explicado principalmente por disminución en cartera vencida, y en menor medida en aumento de cartera vigente.

Finalmente, en contraste con 2021, se registró una disminución en el flujo operativo de las empresas no financieras, aunque bien de forma heterogénea por sectores, principalmente afectando al sector industrial y extractivo. Lo anterior ha provocado que las reservas en efectivo y equivalentes de las empresas hayan disminuido, considerando que han sido utilizadas para hacer frente a sus obligaciones, antes de realizar gasto en inversión.

Oferentes de crédito

Banca múltiple

Hasta septiembre de 2022, la banca múltiple observó una recuperación en sus activos, sin embargo, no se ha registrado un incremento en la relación entre activos ponderados por riesgo y los activos totales, por lo que, de acuerdo con Banco de México (2022) no se ha observado un incremento proporcional en los requerimientos de capital. De igual forma, los pasivos de la banca múltiple aumentaron, principalmente la captación a la vista, considerando el menor interés que genera, y la necesidad de disponibilidad inmediata.

A diferencia de la tendencia observada tras la pandemia, en 2022 se registró una disminución en las reservas preventivas por crédito, ya que estas se han reducido gracias, en parte, a la mayor información que tienen las instituciones sobre impactos que podrían sufrir sus carteras, o bien, porque han utilizado estas reservas para enfrentar riesgos. De acuerdo con lo anterior, y sumado a los aumentos en tasas de interés, la rentabilidad de la banca ha aumentado en su conjunto, expresado en la razón de utilidad neta de doce meses a capital contable (ROE).

En cuestiones de solvencia, Banco de México (2022) indica que entre marzo y septiembre de 2022, el ICAP de la banca múltiple disminuyó, explicado por una contracción en el capital neto, debido en parte por una disminución en el capital fundamental, tras el pago de dividendos, y también por un incremento en activos sujetos a riesgo, explicado principalmente por la expansión del componente de riesgo de crédito, esto tras la recuperación en el otorgamiento. Aunque se indica que continúa con niveles adecuados de capitalización para enfrentar riesgos.

En términos de riesgo, entre el segundo y tercer trimestre de 2022, su valor en riesgo condicional (CVAR), como proporción del portafolio de crédito, continuó disminuyendo, pasando de 9.9% a 6%⁸⁶ entre marzo y septiembre de este año, explicado por disminuciones en correlaciones de incumplimiento, y en menor medida por una disminución en sus probabilidades de incumplimiento.

En términos de liquidez, Banco de México (2022) indica que la banca múltiple continúa con amplia liquidez, incluyendo posición en moneda extranjera, con indicadores superiores a los registrados antes de la pandemia. Explica que estos altos niveles de liquidez son debido principalmente al crecimiento en captación tradicional desde 2020, tanto a la vista como a plazo. De acuerdo con lo anterior, se destaca que, al tercer trimestre, todas las instituciones de banca múltiple continuaron con un Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL) promedio superior al 100%.

Banca de desarrollo e instituciones de fomento

Estas instituciones, a diferencia de la banca múltiple, registraron un incremento en su ICAP en 73 puntos base entre septiembre de 2021 y 2022, alcanzando un índice de 23.38%, continuando el crecimiento del año anterior. Este crecimiento se explica

⁸⁶ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

por un incremento en el capital neto de 1.3%, y una disminución de sus activos sujetos a riesgo en 2.8%⁸⁷.

Hasta septiembre de 2022, las instituciones en su conjunto otorgaron un financiamiento directo e inducido de 1,762 miles de millones de pesos, continuando la tendencia descendente desde 2020, por lo que, de acuerdo con lo anterior, en 2022 la contracción fue de 7.1% anual real. El financiamiento otorgado representó un 26.1% del total del sector bancario, donde un 71% fue de crédito directo y un 29% de crédito inducido neto. Adicionalmente, Banco de México indica que la colocación de crédito y garantías a septiembre de 2022 tuvo una disminución anual del 1.2% real.

En términos de morosidad, la banca de desarrollo registró un incremento de 78 puntos base entre septiembre de 2021 y 2022, alcanzando 3.22% en el indicador, en contraste con el 1.63% de la banca múltiple. De acuerdo con lo anterior, las instituciones con mayor IMOR son FND y SHF, con 23.16% y 8.29%⁸⁸, respectivamente.

Hasta septiembre de 2022, la banca de desarrollo e instituciones de fomento mantienen niveles estables en condiciones liquidez, mientras que, en rentabilidad, se tuvo un resultado neto de 10,923 millones de pesos, cifra que fue 36% menor que en 2021, mientras que el ROE anualizado fue de -1.4%. Sin embargo, el margen financiero continuó su incremento entre 2021 y 2022, alcanzando un valor de 8.9% superior al año anterior, explicado principalmente por el aumento en tasas de interés, por lo que los ingresos por intereses aumentaron en 36%, pero los gastos también incrementaron en 50%, sin embargo, el incremento en los ingresos fue suficiente para compensar el aumento en gastos y la creación de estimaciones preventivas por riesgos de crédito⁸⁹.

⁸⁷ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

⁸⁸ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

⁸⁹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

Infonavit y Fovissste

Durante el 2022 la cartera de vivienda otorgada con Infonavit mostró una disminución persistente, considerando que, si bien el número de créditos nuevos ha disminuido desde 2021, el monto promedio del crédito ha aumentado, ya que los derechohabientes de mayores ingresos son los que los obtiene.

En términos de morosidad, Infonavit continuó con crecimiento en este indicador, alcanzando su máximo histórico de 18% en septiembre de 2022⁹⁰, asociado, en parte, por la disminución en el otorgamiento de crédito, y por otro, por el deterioro de su cartera vigente.

Banco de México (2022) indica que la cartera de Infonavit se compone de créditos denominados en veces salarios mínimos (VSM), con un 43% del total de la cartera y el resto denominados en pesos, aunque desde 2014 únicamente se otorgan en pesos, y actualmente hay un programa de conversión hacia pesos. De acuerdo con lo anterior, destaca que la cartera en VSM corresponde al 69% de la cartera vencida, alcanzando una morosidad de 29% en septiembre, mientras que la cartera en pesos cuenta con un indicador de 9.6%⁹¹, considerando que la cartera en VSM muestra un deterioro constante y una actualización anual del monto de pagos.

Se indica que la cartera en régimen especial de amortización (REA), continúa contrayéndose desde agosto de 2021, representando el 30.3% de la cartera total, a septiembre de 2022, mientras que la cartera de vivienda en régimen ordinario es la que presenta menores niveles de morosidad, lo cual explica la importancia del empleo en sus derechohabientes en Infonavit.

Para el caso del Fovissste, que es el tercer otorgante de crédito a la vivienda en México, se indica que tuvo una recuperación en su originación de cartera en los

⁹⁰ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

⁹¹ Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

últimos meses de 2022, mientras que su índice de morosidad mostró una disminución en el margen.

Banco de México (2022) destaca la necesidad que tienen estas dos instituciones en emplear medidas para mejorar el cobro a los organismos o instituciones que retienen el pago de los acreditados, ya que indica que hay casos donde a pesar de que el pago se retiene por las empresas, estas no llegan a las cuentas del Fovissste, impactando en la morosidad de la cartera. De acuerdo con lo anterior, se indica que alrededor del 80% de la cartera de Fovissste se encuentra en régimen ordinario, donde se cobra vía descuento de nómina a los empleados, por lo que la estabilidad laboral con que cuentan sus acreditados, al ser trabajadores del estado, ha sido una fortaleza para la situación financiera de la institución.

Otros intermediarios financieros no bancarios

Para este informe del segundo semestre de 2022, Banco de México agrupa a estos intermediarios en un grupo de análisis, denominado como OIFNB. Donde destaca que estas instituciones en su conjunto enfrentan riesgos asociados al apretamiento en las condiciones financieras, además de la incertidumbre percibida sobre el sector.

Se indica que, si bien las OIFNB tienen un porcentaje bajo de los activos del sistema financiero, son importantes porque proporcionan una parte importante del financiamiento a segmentos de consumo y a pymes no bancarizadas

Considerando lo anterior, a septiembre de 2022, se tenían 37 sofipos, con 40.8 miles de millones de pesos en activos, 154 socaps, con 236.7 miles de millones de pesos, y 76 uniones de créditos con 40.8 miles de millones de pesos, entre otras instituciones⁹².

⁹² Datos obtenidos del Reporte de Estabilidad Financiera de Banco de México (2022).

Banco de México (2022) destacó que el financiamiento otorgado por las OIFNB sigue registrando contracción real anual a septiembre de 2022, mientras que, para algunas instituciones, particularmente las no reguladas, continuaron con niveles elevados de morosidad. Se indica que algunas instituciones se encuentran en procesos de disolución y liquidación, y otras en reestructura con acreedores, o en concurso mercantil, lo cual es muestra de las dificultades que enfrentan estos intermediarios.

Se menciona que entre las OIFNB que dependen de la captación de ahorro del público o contribuciones de socios, como las sofipos, socaps y uniones de crédito, las sofipos y uniones de crédito han experimentado un incremento en su morosidad en el último año, mientras que, si bien la rentabilidad de estos intermediarios ha mejorado en el año, se encuentran expuestos a riesgos por desaceleración de la economía, además de a la disminución en la confianza de los inversionistas (Banco de México, 2022).

Conclusiones

La presente investigación logró realizar una revisión de una teoría de la inestabilidad financiera que centra su análisis en los elementos comunes de las crisis, teniendo la propia teoría sus elementos teóricos representativos y contrastantes con la teoría que dominaba en las esferas política y académica en aquellos tiempos.

La hipótesis de la inestabilidad financiera, desarrollada por Hyman P. Minsky, surgió como un contraste teórico a la síntesis neoclásica, que, de acuerdo con el autor, no podía seguir siendo la teoría representativa ya que no consideraba elementos importantes al estudiar crisis económicas como el papel relevante de las expectativas, las asignaciones de los precios de producción y de activos de capital, pero, sobre todo, la importancia del dinero en la economía (Minsky, 2016).

De acuerdo con Minsky (2016) la síntesis neoclásica veía al dinero como un facilitador de transacciones, además de considerarlo exógeno, es decir, determinada en su totalidad por la autoridad monetaria, por lo tanto, en la idea post keynesiana de Minsky, se le da mayor relevancia al dinero, considerándolo como endógeno, es decir, originado dentro del sistema. Tal distinción, resulta relevante para la teoría, ya que se le da un papel fundamental al sector bancario, siendo este creador de dinero, y con esto, proveedor de financiamiento para la economía. Y es tal financiamiento, para la teoría de Minsky, el elemento desestabilizante en la economía, ya que se considera a la economía como cíclica, donde las expectativas de ganancias futuras, determinan las decisiones del presente, por lo tanto, en la parte del ciclo económico donde el funcionamiento general de la economía no sufre alteraciones, los agentes económicos y los oferentes de crédito están dispuestos a demandar y ofertar mayor financiamiento, con la creencia de que tales deudas serán posibles de validar, todo con el objetivo de obtener una mayor ganancia.

Este mayor endeudamiento de la economía es precisamente el elemento que incrementa la fragilidad del sistema, ya que, llegado el momento en que el periodo de aparente tranquilidad termine, ya sea por algún choque externo o desequilibrio

interno, resultara fundamental la composición de posiciones financieras en la economía (cobertura, especulativa y Ponzi), ya que esto determinará el grado en que los agentes económicos sean capaces de hacer frente a sus obligaciones (Minsky, 2016).

Entre otros elementos vistos en el capítulo destinado a la exposición de la hipótesis, resalta la importancia del gobierno y de la función de prestamista de última instancia durante la crisis, ya que es precisamente mediante estas acciones que se pueden mitigar los efectos en la disminución de ingresos, aunque el autor pone énfasis en el momento en que se otorguen los apoyos, ya que de hacerlo demasiado pronto y cortar con la crisis, se abre la posibilidad de que tal apoyo a la economía ocasione una recuperación con inflación vía incremento de la demanda, además de que el otorgar el apoyo demasiado pronto podría ocasionar que no se ocasione un cambio en el comportamiento de los agentes y una recomposición de las carteras, por lo que el ciclo estaría condenado a repetirse (Minsky, 2016).

Dejando atrás la exposición teórica, el ejercicio ahora consistió en una revisión de diferentes crisis, tanto en espacio como en tiempo, pero con los elementos teóricos de la hipótesis como base, ya que con esto es posible revisar crisis diferentes utilizando elementos comunes analizados en la teoría, resaltando la importancia del nivel de expectativas de la economía, el financiamiento y la capacidad de hacer frente a los compromisos de pago.

Iniciando con la revisión de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, vemos como la economía estadounidense en un periodo previo al estallido entre 2007-2008, inició su periodo eufórico, principalmente en el mercado inmobiliario, donde con la creencia de que los precios de las casas nunca bajarían, y que las condiciones de tal momento, como las bajas tasas de interés, crecimiento económico y empleo, permanecerían a futuro, tanto oferentes como demandantes estuvieron dispuestos a un mayor endeudamiento en la economía (Shiller, 2013). Sin embargo, y como lo

menciona Minsky en la hipótesis, en estos periodos eufóricos se dan innovaciones financieras, lo cual acelera el incremento en la fragilidad del sistema.

En este caso, la especulación que se tuvo con los títulos generados con estos créditos hipotecarios, que los oferentes en la búsqueda de deshacerse de los créditos y transferir riesgos, empaquetaban y vendían en el mercado secundario, hizo que cada vez más participante se enfrentaran al mismo riesgo de impago en estos créditos.

Como bien indica Minsky, el periodo eufórico tiene un fin, y en 2004, de acuerdo con Zurita, et al. (2009), con el intento de disminución de la inflación en Estados Unidos, la Reserva Federal incrementó la tasa de referencia, lo cual eventualmente complicó el cumplimiento de los pagos de los créditos, generando una reacción en cadena en la economía tras los impagos, afectando a todos los participantes en la especulación y obligando la acción del gobierno, mediante déficit fiscal, y del prestamista de última instancia, para proteger a los participantes del sistema, y evitar mayores quebrantos bancarios (Zurita, et al., 2009).

Pasando al caso mexicano, inicialmente se revisó la crisis de 1994, primero por su relevancia en la historia del país, pero también porque permite analizar todo un proceso, identificado desde una década antes, de cómo la economía se fue volviendo más inestable y vulnerable.

Millán (1999) analiza como con el cambio de modelo, pasando de la sustitución de importaciones a la estrategia exportadora, y la necesaria disminución de la inflación, se preparó a la economía para su posterior colapso. Esto debido al uso del tipo de cambio como ancla para la política inflacionaria, ya que el hecho de mantenerlo prácticamente sin alteraciones, y con la posterior disminución en la inflación, llevó a la economía a enfrentar déficits en cuenta corriente debido al tipo de cambio sobrevaluado, además de la llegada de capitales extranjeros vía inversión directa y principalmente de cartera, generando un incremento en las reservas

internacionales, lo cual permitió mantener la estrategia del tipo de cambio durante cierto tiempo.

El periodo eufórico en la economía mexicana llegó a su fin en 1994, donde una serie de factores, tanto políticos, como de gestión monetaria, como la excesiva emisión de títulos de cobertura cambiaria, y los cambios en el sector bancario, provocaron la disminución en la confianza de los inversionistas, ocasionando salida de capitales, lo cual disminuyó de forma importante las reservas internacionales, volviendo insostenible el mantenimiento del tipo de cambio.

Vale la pena mencionar la relevancia que tuvo el sector bancario, primero con los cambios que sufrió durante este periodo, iniciando con la expropiación para apoyar a la corrección de déficits públicos, y después con la privatización, sumado a la falta de regulación y supervisión de las autoridades, lo cual ocasionó una expansión del crédito en la economía, sin medición adecuada del riesgo, desembocando en problemas de impago al momento de estallar la crisis, y poniendo en peligro a los intermediarios financieros (Millán, 1999).

Una vez más, la figura del prestamista de última instancia fue fundamental para evitar la amplificación de la crisis, ya que con el rescate bancario y una serie de apoyos gubernamentales, se evitaron mayores quebrantos en bancos, aunque desde luego con la posterior carga hacia los contribuyentes (Girón y Levy, 2005).

En la parte final del trabajo, el estudio se centró en el análisis de la economía mexicana tras la pandemia por COVID-19, enfocando la atención en la situación del sistema financiero, particularmente en los oferentes y demandantes de crédito, para con la idea vista en la hipótesis de la necesaria validación de las deudas por los agentes económicos, evaluar los cambios sufridos, tras un acontecimiento externo que llegó a cambiar la dinámica en la económica.

La particularidad de este análisis es que la economía mexicana no venía de un periodo de tranquilidad con buen desempeño económico, al contrario, la economía venía mostrando bajas tasas de crecimiento, por lo que la pandemia más bien llegó a amplificar las dificultades que ya se venían enfrentando. Por lo que más bien se trató de un análisis de un posible incremento de fragilidad en una economía que ya venía enfrentando problemas, más que en el paso de una economía eufórica a una frágil. El punto de tal revisión es analizar las condiciones crediticias y la validación de deudas en la economía.

Inicialmente, la pandemia afectó a la economía de forma general vía cadenas globales de valor, y posteriormente mediante el necesario freno a la actividad económica para evitar la propagación del virus (Esquivel, 2020).

En el apartado donde se revisa al sistema financiero⁹³, se revisaron las afectaciones tras la pandemia, considerando las peculiaridades en cada año, en 2020, con el freno en la actividad económica y la necesaria reducción en la tasa de referencia para apoyar a los agentes económicos en la recuperación, para 2021, con la reactivación heterogénea de la actividad económica entre sectores, debido al avance de la vacunación y las nuevas olas de contagios, además de considerar el incremento en la inflación, y la acción oportuna de Banco de México de incrementar progresivamente la tasa de referencia para frenar a la inflación. Finalmente, para 2022, todavía con las afectaciones por los contagios, pero sumado al conflicto Rusia-Ucrania y sus efectos en cadenas globales de valor, además de un entorno internacional de bajo crecimiento y alta inflación, la economía nacional alcanzó niveles muy superiores a la meta de inflación, con la necesidad de mayores incrementos en la tasa de referencia.

En cuestión de la oferta y demanda de crédito, vimos como en 2020, de forma general se redujo la emisión de créditos, además del endurecimiento de las

⁹³ Para el desarrollo de este apartado se utilizaron los Reportes de Estabilidad Financiera de Banco de México publicados en 2020, 2021 y 2022.

condiciones de otorgamiento y una mayor capitalización como medida precautoria ante el desconocimiento de las afectaciones totales de la pandemia. Para los demandantes, y gracias a diferentes apoyos estimulados por Banco de México, el aumento en la morosidad fue menor de lo que hubiera sido sin estos, adicionalmente, los agentes tomaron decisiones en pro de contar con mayor liquidez ante la incertidumbre por la pandemia.

Para 2021, el endurecimiento en las condiciones de otorgamiento de crédito permaneció y la capitalización de los oferentes de créditos continuó incrementando como medida de precaución, vale la pena mencionar la situación de los intermediarios no bancarios, los cuales durante el periodo mostraron mayor contracción en el otorgamiento y mayores problemas de morosidad. De forma general se observó una disminución en el endeudamiento de los hogares, aunque con disminuciones en la morosidad, misma situación para las empresas, donde el financiamiento durante el año disminuyó, principalmente en empresas de mayor tamaño, aunque también estas registraron disminuciones en morosidad.

Finalmente, para 2022, observamos de forma general un mayor otorgamiento de crédito, a excepción de la banca de desarrollo. Resulta importante destacar la relajación en las condiciones del otorgamiento, además de que la capitalización registró disminuciones, a diferencia de los años previos, principalmente en la banca múltiple. Para los demandantes de crédito, se observó una mayor disposición al endeudamiento, y salvo el crédito al consumo, se tuvieron disminuciones en la morosidad tanto para el crédito a la vivienda como para las empresas. Destacando los efectos en rentabilidad y posibles afectaciones a la capacidad de pago, como resultado del constante incremento en la tasa de referencia para combatir a la inflación.

Con esta revisión pudimos observar cómo tras la pandemia la condición del crédito en México tuvo afectaciones, inicialmente, con la disminución en los ingresos de los agentes económicos la capacidad de pago de estos se vio comprometida, sin

embargo, la acción oportuna de la autoridad monetaria, mediante apoyos a los deudores, permitió que la morosidad no incrementará en mayor medida, además de que la reducción de la tasa de referencia permitió, además de apoyar a la recuperación de la economía, a que el costo de las deudas no incrementará.

Situación opuesta a lo ocurrido a partir de 2021, ya que esta reducción en la tasa de referencia, y la posterior reactivación económica, ocasionaron el incremento en la inflación. Tras este incremento, vale la pena destacar la acción oportuna de Banco de México de incrementar su tasa de referencia, que de hecho, se hizo antes que otros países, con lo cual se empezó a combatir la inflación, aunque claro, con el posterior incremento en el costo de la deuda de los agentes, lo cual como vimos, genero ciertos problemas en la capacidad de pago en 2022.

De forma general, vemos como la economía mexicana si bien sufrió el golpe externo por la pandemia, no se generó una gran problemática en el sistema financiero, ya que Banco de México destacó en sus reportes durante los 3 años de revisión que si bien la capacidad de pago de los agentes se vio comprometida tras la pandemia, el sistema financiero tenía la capacidad de enfrentarse a esta situación adversa, sin poner en riesgo su liquidez y solvencia.

El hecho de analizar a la economía con base en la hipótesis de la inestabilidad financiera permite revisar las condiciones desde una perspectiva de validación de deudas, y la importancia de las expectativas en los agentes económicos, por lo que es posible poner el centro de la atención en indicadores que otras teorías posiblemente no consideran, y con esto obtener un panorama y un criterio de mayor amplitud sobre la situación que se enfrenta.

Bibliografía

1. Banco de México. (1995). *Informe Anual 1994*. México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-anuales/%7B0F2D589F-92A4-9C48-C456-643595B46CE5%7D.pdf>
2. Banco de México. (2020). *Reporte de Estabilidad Financiera*. México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7BBB59C14C-03BE-58EE-6E0F-7D3EB65D52D5%7D.pdf>
3. Banco de México. (2021). *Reporte de Estabilidad Financiera*. México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7B18265301-01FF-CE2A-F381-19BB9DCB1E4B%7D.pdf>
4. Banco de México. (2022). *Reporte de Estabilidad Financiera*. México. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-el-sistema-financiero/%7BC91285A1-2305-6839-FCD2-D310D5D70749%7D.pdf>
5. Cárdenas, E. (2020). La historia según AMLO: el rescate bancario. *El Financiero*. <https://www.elfinanciero.com.mx/opinion/enrique-cardenas/la-historia-segun-amlo-el-rescate-bancario/>
6. Cárdenas, I. G. L. (2023). Análisis de los efectos económicos de la contingencia sanitaria COVID-19 en México a las Sociedades Financieras Populares (SOFIPOS). *El Semestre de las Especializaciones*, 453-492.
7. Contreras Sosa, H. (2008). Los primeros pasos de la Reserva Federal ante la crisis hipotecaria. *Economía Informa*, núm. 353, fe-unam, julio-agosto.
8. Contreras Sosa, H. (2009). Estados Unidos: la política monetaria ante la crisis, 2008-2009. *Economía Informa*, núm. 358, fe-unam, mayo-junio.
9. Esquivel, G. (2020). Los impactos económicos de la pandemia en México. *Economía unam*, 17(51), 28-44.
10. Figueroa, J. G. (2009)- La debacle del mercado subprime y la falacia. *Economía Informa*, núm. 358, fe-unam, mayo-junio.
11. García, M. L. S. (2008). La crisis financiera estadounidense y su impacto en la economía mexicana. *Economía*, (26), 11-41.
12. Gómez, A. G. (2023). ISR e IVA: evoluciones históricas. CIEP. <https://ciep.mx/isr-e-iva-evoluciones-historicas/>
13. González, A. G., & Orlik, N. L. (2005). *MEXICO: ¡LOS BANCOS QUE PERDIMOS!*. Instituto de Investigaciones Economicas y Facultad de Economía, UNAM, Mexico.

14. Guzmán Plata, M. de la P. (2018). Keynes y la síntesis neoclásica/keynesiana frente a la crisis y los movimientos de capital internacional. *Análisis Económico*, 26(61), 53–67.
15. Kregel, J. (2019). Para prevenir otra crisis: las lecciones olvidadas de Minsky 10 años después de Lehman. *El Trimestre Económico*, 86(344), 1059-1068.
16. Luz Juárez, Gloria de la, Sánchez Daza, Alfredo, & Zurita González, Jesús. (2015). La crisis financiera internacional de 2008 y algunos de sus efectos económicos sobre México. *Contaduría y administración*, 60(Supl. 2), 128-146.
17. Mejía Reyes, P., Reyes Hernández, M. R., & Vergara González, R. (2022). La pandemia de COVID-19 en la economía mexicana: condiciones iniciales, estrategias de política y efectos productivos. *Paradigma económico. Revista de economía regional y sectorial*, 14(2), 55-83.
18. Melo, J. (2012). La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta. *Ensayos de Economía*, 22(41), 65–88.
19. Millán Valenzuela, H. (1999). Las causas de la crisis financiera en México. *Economía Sociedad Y Territorio*. <https://doi.org/10.22136/est001999457>
20. Minsky, H. P. (1982). *Can "it" happen again?: essays on instability and finance*. Nueva York: M.E Sharpe.
21. Minsky, H. P. (1987). *Las Razones de Keynes*. México: Fondo de Cultura Económica.
22. Minsky, H. P. (2016). *Can it happen again?: Essays on instability and finance*. Routledge.
23. Minsky, H. P. (2020). *Estabilizando una economía inestable*. Profit Editorial.
24. Mondragón, M. D., Carrillo, N. V. (2022). *Sistema financiero mexicano*. Editorial Trillas.
25. Neria, A. B. (2010). *La fragilidad financiera en México*. México: UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas.
26. Ocampo, J. A. (2009). Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina. *Revista Cepal* 97, 9-32.
27. Pérez, R. R. (2011). Una explicación endógena a la inestabilidad financiera: La visión de Minsky. *Tiempo económico*, 7(12), 5-16.
28. Ramírez, S. (2023). Estos son los 18 bancos que privatizó Carlos Salinas de Gortari. *Expansión*. <https://expansion.mx/economia/2023/05/10/bancos-que-privatizo-salinas-de-gortari>
29. Rojas Alarcón, Evelia. (2009). *"La teoría de la inestabilidad financiera de Minsky y las empresas Ponzi en México 1994-2008"*. (Tesis de Maestría). Universidad Nacional Autónoma de México, México.
30. Selley, O. D. (2011). La hipótesis de la inestabilidad financiera y la crisis de 2007–2009. *Economía: teoría y práctica*, 9-41.

31. Selley, O. D. (2019). La hipótesis de la inestabilidad financiera: una propuesta de desarrollo. *Ola financiera*,12(32), 9-41.
32. Shiller, R. (2013). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*. Princeton: Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400844999>
33. Solís, L. (1996). *Crisis Económico-Financiera 1994-1995*. México: Fondo de Cultura Económica.
34. Venegas Calle, S. D. P. (2018). La crisis económica de 2008. algunas reflexiones teóricas a partir de j.m. keynes y h. p. minsky. *Criterio Libre*, 8(12), 93–114.
35. Zurita González, J., Martínez Pérez, J. F., & Rodríguez Montoya, F. (2009). La crisis financiera y económica del 2008. Origen y consecuencias en los Estados Unidos y México. *El Cotidiano*, (157), 17-27.