

Tras la crisis, políticas públicas a favor del crecimiento económico

Alma Chapoy ▪ Patricia Rodríguez
Coordinadoras



TRAS LA CRISIS, POLÍTICAS PÚBLICAS A FAVOR
DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

COLECCIÓN DE LIBROS *PROBLEMAS DEL DESARROLLO*



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Dr. Leonardo Lomelí Vanegas

Rector

Dra. Patricia Dolores Dávila Aranda

Secretaria General

Mtro. Tomás Humberto Rubio Pérez

Secretario Administrativo

Dr. Miguel Armando López Leyva

Coordinador de Humanidades



INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Dr. Armando Sánchez Vargas

Director

Dr. José Manuel Márquez Estrada

Secretario Académico

Dra. Nayeli Pérez Juárez

Secretaria Técnica

Mtra. Graciela Reynoso Rivas

Jefa del Departamento de Ediciones

TRAS LA CRISIS, POLÍTICAS PÚBLICAS A FAVOR
DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO

Coordinadoras:
Alma Chapoy y Patricia Rodríguez

Primera edición impresa, mayo de 2012
Primera edición digital en pdf, enero 2025

D.R. © UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Coyoacán,
04510, México, D.F.
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
Circuito Mario de la Cueva s/n
Ciudad de la Investigación en Humanidades
04510, México, D.F.

ISBN Impreso: 978 607 023 251-0
ISBN Digital: 978-607-587-043-4

Cuidado de la edición: Alicia Girón y Héctor González Lima.
Apoyo en la edición: Minerva García, Esperanza Gil, José Luis Maya, Andrea Reyes y Patricia Vázquez.
Diseño de portada: Victoria Jiménez.

Preparación y cuidado editorial del libro electrónico: Salvador Ramírez.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Hecho en México.

CONTENT / ÍNDICE

INTRODUCTION <i>Alma Chapoy</i> and <i>Patricia Rodríguez</i>	9	I. INTRODUCCIÓN <i>Alma Chapoy</i> y <i>Patricia Rodríguez</i>
II. THE FEAR OF INFLATION: A COROLLARY OF THE FINANCIAL CRISIS <i>Patricia Rodríguez</i>	15	II. EL TEMOR A LA INFLACIÓN: UN COROLARIO DE LA CRISIS FINANCIERA <i>Patricia Rodríguez</i>
III. CRITICAL REFLECTIONS ON THE BANCO DE MÉXICO'S MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM <i>Josefina León</i>	31	III. REFLEXIONES CRÍTICAS SOBRE EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO DE MÉXICO <i>Josefina León</i>
IV. THE EFFECT OF STOCK-FLOWS ON FISCAL AND MONETARY POLICY IN MEXICO <i>Violeta Rodríguez</i>	51	IV. EFECTOS DE FLUJOS-ACERVOS DE LAS POLÍTICAS FISCAL Y MONETARIA EN MÉXICO <i>Violeta Rodríguez</i>
V. DEVELOPMENT BANKS, SMALL BUSINESSES AND POVERTY <i>Nora Ampudia</i>	81	V. BANCA DE DESARROLLO, MICROEMPRESAS Y POBREZA <i>Nora Ampudia</i>
VI. THE FINANCIALIZATION OF PUBLIC AGENCIES IN MEXICO: AN OBSTACLE TO DEVELOPMENT <i>Roberto Soto</i>	99	VI. FINANCIARIZACIÓN DE LAS ENTIDADES PÚBLICAS EN MÉXICO. UN OBSTÁCULO AL DESARROLLO <i>Roberto Soto</i>

VII. FINANCIALIZATION SPENDING IN PUBLIC ADMINISTRATIONS <i>Diana Vicher</i>	115	VII. GASTOS DE FINANCIARIZACIÓN EN LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA <i>Diana Vicher</i>
VIII. GLOBAL BANKING STRATEGIES IN MEXICO <i>Elizabeth Concha</i>	131	VIII. ESTRATEGIAS DE LA BANCA GLOBAL EN MÉXICO <i>Elizabeth Concha</i>
IX. INVESTMENT, DEBT AND COMPANIES: THE PROCESS OF FINANCIALIZATION IN MEXICO <i>Teresa López</i> and <i>Jorge Bustamante</i>	149	IX. INVERSIÓN, DEUDA Y EMPRESAS: PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN EN MÉXICO <i>Teresa López</i> y <i>Jorge Bustamante</i>
	177	SEMBLANZAS DE LOS AUTORES

I

INTRODUCCIÓN

Este trabajo es fruto de sesudas discusiones en el seno de la Unidad de Economía Fiscal y Financiera del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM. Los autores son destacados especialistas de la UNAM y de otras instituciones del país y del extranjero. En esta obra se acometen cuestiones de gran actualidad y de vital importancia para el futuro del país, teniendo como tónica la defensa de la soberanía nacional, basada no en actitudes emotivas, sino en argumentos firmemente sustentados en hechos y cifras.

Estaría de más insistir en su trascendencia en momentos en que la corriente de pensamiento imperante y las instituciones financieras internacionales, insisten en que para estimular su desarrollo, los países en desarrollo y los emergentes deben mantener baja la inflación, equilibrado el presupuesto y abierta la cuenta de capital. Todas esas medidas en realidad han traído bajo crecimiento, alto desempleo y bajo uso del capital productivo. Prácticamente todos los autores alertan acerca de los peligros concretos que derivarían de seguirse aplicando en nuestro país ese tipo de políticas.

Supuestamente, el propósito fundamental de la política monetaria es maximizar el bienestar social al obtener un crecimiento alto y estable en el largo plazo. En México, lo que se ha visto es que la política que se aplica ha conseguido el objetivo de hacer bajar la inflación, pero sacrificando el crecimiento económico, pues para lograr esa meta, el Banco de México impone una fuerte restricción monetaria que incrementa las tasas de interés y reduce el crédito interno; por otra parte, hay una política de contracción salarial con los consecuentes efectos negativos sobre el nivel de vida de la población. Es preciso reflexionar sobre que aun controlando la inflación se puede aplicar una política de estímulo al crecimiento del PIB y del empleo y crear más bienes y servicios; al haber más oferta se evitaría el crecimiento de precios o éste sería moderado.

El bajo crecimiento de la economía mexicana no es atribuible en su totalidad al esquema de metas de inflación, pues hay que considerar otros factores; desde luego, las políticas bancaria y financiera, pero también la gran incertidumbre en

torno a la evolución de la economía mundial, sobre todo la declinación en la actividad económica de EUA y la crisis de deuda soberana en la Unión Europea; derivada de lo anterior, está la contracción de los mercados financieros. La evolución de la economía mexicana seguirá en gran medida determinada por la situación económica de EUA y por las condiciones y disponibilidad del financiamiento externo ello puede reducir el crecimiento económico y la creación de empleos. La aparición de nuevos signos de debilidad en la economía de EUA y los elevados precios del petróleo afectan las perspectivas de recuperación de la economía de ese país.

Otro fenómeno presente en el panorama económico mundial es que debido a las bajas tasas de interés en los principales países avanzados, los flujos de capital privado de corto plazo están yendo a los países emergentes de Asia y América Latina en busca de mayores rendimientos. Con el estímulo cuantitativo en EUA (QE2), buena parte de los dólares adicionales también ha ido a los países emergentes, lo que presiona aún más al alza los tipos de cambio y aumenta el peligro de que se formen burbujas en el precio de los activos.

Éstos y otros temas relacionados se abordan desde los más diversos ángulos en varias de las colaboraciones. El índice da cuenta del amplio espectro que cubre, pero todos estrechamente vinculados, lo que confiere a esta obra una gran unidad. Cuadros y gráficas intercalados en el texto ilustran las distintas temáticas.

En su trabajo “El temor a la inflación; un corolario de la crisis financiera”, Patricia Rodríguez analiza las consecuencias de que en épocas de crisis, las autoridades teman que el gasto público y la deuda gubernamental desaten un proceso inflacionario, cuando lo que debe hacerse en tales circunstancias es aumentar y hacer eficiente el gasto público y canalizar la deuda a los sectores productivos. Como hipótesis plantea que antes de proceder a dismantelar la política de estímulos económicos debe establecerse si realmente se ha superado la recesión mundial; si ésta persiste, como es el caso, deben mantenerse los estímulos y la liquidez, dirigidos realmente a incrementar la demanda efectiva. El probable aumento de la inflación, debe verse como un mal menor ante el aumento del desempleo y el magro crecimiento económico.

En “Reflexiones críticas sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria del Banco de México”, Josefina León analiza los canales de transmisión monetaria de la teoría ortodoxa, y muestra, desde una perspectiva teórica, que una política monetaria restrictiva sí afecta a la inflación, pero contrario a lo que reconocen las autoridades monetarias, también genera un proceso de distorsión de los precios relativos que aumenta nuestra dependencia respecto al sector externo y mina las bases del aparato productivo. Ésto, porque los instrumentos

de política monetaria que utiliza el Banco de México son tanto la tasa de interés de corto plazo, como el tipo de cambio. La hipótesis del trabajo plantea que en el esquema de metas de inflación, la política cambiaria está supeditada a la política monetaria, lo que en el contexto de liberalización financiera y apertura de la cuenta de capital, estabiliza los precios, pero también atrae capital especulativo del exterior.

Violeta Rodríguez en “Efectos de flujos-acervos de las políticas fiscal y monetaria en México”, plantea un tema novedoso: la matriz de flujos-acervos, esquema teórico que vincula las transacciones corrientes con las variaciones de acervos movilizadas por ellas, garantizando la consistencia contable de los resultados, en un planteamiento simple que incluye al sector privado (no financiero), gobierno, bancos y resto del mundo. El trabajo describe el comportamiento que tuvieron esos balances, calculados con los valores para los últimos treinta años, de los indicadores del desenvolvimiento económico de México. Presenta la periodización de dicho comportamiento y caracteriza cada etapa, enumerando las tendencias relevantes, así como las medidas específicas de política monetaria y de finanzas públicas que aplicó el gobierno mexicano en cada una de esas etapas, con el propósito de identificar sus posibles fuentes de influencia sobre el desenvolvimiento de los balances de flujos-acervos. Cabe destacar el carácter inédito de este análisis, lo cual no se debe a la falta de consistencia teórica o de resultados relevantes de tal instrumento; por el contrario, los balances de flujos-acervos han sido un tema recurrente entre los representantes del enfoque poskeynesiano, quienes han desarrollado sus fundamentos teóricos y aplicaciones más populares.

Como hipótesis plantea que de los balances de flujos-acervos derivan, por lo menos, tres resultados de utilidad práctica : **1°** su cálculo implica someter los datos macroeconómicos al rigor de la consistencia contable, haciendo más confiables los estudios basados en esos datos; **2°** permite la selección endógena de las variables relevantes para el análisis macroeconómico, al ser esa selección uno de los resultados del diseño del instrumento, más que una decisión arbitraria del macroeconomista; **3°** permite eliminar lo que Goodley bautizó como hoyos negros de la macroeconomía.

Cabe aclarar que, pese a su vínculo con el poskeynesianismo, la técnica contable involucrada en el cálculo de esos balances, tiene validez universal, no así los balances en sí mismos, lo cual es una de las causas por las que no tienen un uso masivo, contrastando con la práctica reciente de la ciencia económica, consistente en utilizar los instrumentos teóricos disponibles sólo cuando se clasifican como universalmente aplicables.

La investigación de Nora Ampudia “Banca de Desarrollo, microempresas y pobreza”, se propone responder a la pregunta ¿qué papel han jugado la banca comercial y las políticas financieras en la economía mexicana? Para empezar, la autora se centra en la motivación de empresas e instituciones financieras respecto de la rentabilidad; en la segunda parte argumenta sobre la adaptabilidad de la banca comercial a los diversos escenarios y modelos económicos; en la tercera, establece los cambios en el sistema bancario en México; finalmente analiza el efecto de las diversas reformas públicas en la operación de la banca, junto con los cambios en el modelo de desarrollo y el diagnóstico sobre los problemas financieros. Su hipótesis parte de que en los últimos 26 años la economía mexicana ha presentado bajas tasas de crecimiento económico, una pérdida de dinamismo en la generación de empleos y un deterioro en la calidad de los mismos. A pesar de la liberalización financiera y del notable desarrollo financiero, el crédito bancario a empresas y personas físicas con actividad empresarial ha disminuido, y el gobierno actual sigue sosteniendo que la profundidad financiera y la autorregulación en los mercados financieros generarán las condiciones para ampliar el ahorro y canalizar los recursos a los proyectos de inversión más rentables.

El objetivo de la colaboración de Roberto Soto, “Financiarización de las entidades públicas en México. Un obstáculo al desarrollo” es analizar cómo las entidades públicas de este país han llevado a cabo el proceso de financiarización, haciendo que parte de los recursos públicos sean utilizados por las entidades financieras en inversiones de alto riesgo, es decir, en productos financieros derivados, lo que afecta de manera significativa, las políticas sociales encaminadas al desarrollo humano. Su hipótesis central es que el llamado proceso de financiarización afecta el desarrollo humano, debido a que las entidades públicas adoptan los mismos principios financieros que las empresas privadas, es decir, invierten los recursos públicos en los mercados financieros de alto riesgo. Lo anterior se enmarca en lo que se denomina gestión pública.

La disertación de Soto lleva directamente al tema desarrollado a continuación: “Gastos de la financiarización en la administración pública” a cargo de Diana Vicher, quien analiza las repercusiones que sobre la administración pública han tenido los cambios en el sistema financiero mundial a raíz de la ruptura del orden establecido en Bretton Woods. El gobierno y la administración pública han incrementado su participación en los mercados financieros, lo que implica transferir ingresos nacionales a los propietarios del capital, con los consecuentes costos políticos, económicos y sociales. Como hipótesis plantea que la globalización de los mercados financieros que conlleva el aumento de inversiones financieras e ingresos derivados de esas inversiones, ha modificado las relaciones entre las economías nacionales y el sistema financiero internacional,

hecho que se refleja en la redistribución del ingreso nacional a favor de los propietarios del capital. En particular, Vicher resalta la creciente participación del sector gubernamental en los mercados financieros, colocando bonos gubernamentales y otros papeles de deuda pública, lo que implica pagos por intereses, calificaciones, seguros de garantías financieras, etcétera. Ello ha repercutido en la forma en que funcionan los gobiernos y las administraciones públicas, ya que el gasto público se ha financiarizado y se continúa fomentando la privatización; en consecuencia, todos los años salen del país grandes sumas por concepto de intereses, empobreciendo más a la nación, al someterse a las reglas que dicta el mercado y generar dependencia respecto a los prestamistas privados.

En un libro sobre cuestiones financieras en México no podían faltar trabajos que directamente estudiaran la empresa privada, financiera o no. A esto se dedican los dos últimos capítulos. Una investigadora novel, Elizabeth Concha, presenta el trabajo “Estrategias de la banca global en México”, en el cual plantea la hipótesis de que las estrategias que la banca extranjera aplica en la economía mexicana, provienen de una estrategia global de sus matrices, cuyo objetivo es acumular capital; de ahí que no exista interés ni compromiso en financiar el desarrollo de México. Su funcionamiento tiene el claro objetivo de obtener las máximas ganancias en el menor tiempo posible. La autora busca los argumentos teóricos del comportamiento de la banca extranjera; para ello realiza una lectura bajo la concepción del pensamiento sistémico, dando por sentado que la banca extranjera en su país de origen funge como el todo integrado y las filiales establecidas en el exterior son partes diseñadas para lograr el fin común: obtener elevadas ganancias. Elizabeth Concha reunió, ordenó y sintetizó las actividades de la banca extranjera en México en 2007-2009, centrándose en dos instituciones: Banamex (Citigroup) y BBVA-Bancomer. Por último, muestra la composición de las ganancias de los bancos en su país sede y destaca la participación que en ellas tienen las filiales.

“Inversión, deuda y empresas: proceso de financiarización en México”, de la autoría de Teresa López y Jorge Bustamante, revela que la inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, no sólo porque sus fluctuaciones afectan directamente la actividad económica, sino sobre todo, porque determina la capacidad de producción futura de un país. Los autores plantean que los gobiernos de los países en desarrollo aplican medidas para contraer la demanda agregada, controlar la inflación, desregular y liberalizar la economía, y estimular la rentabilidad de las empresas, por ejemplo, con exenciones fiscales, con la finalidad de estimular el crecimiento de la inversión. Bajo esta perspectiva, López y Bustamante examinan la relación entre la estructura financiera de las empresas y la inversión en México. Para ello recurren a los enfoques teóricos neokeynesiano

y poskeynesiano y a un modelo econométrico basado en datos de una muestra representativa de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Algo muy interesante que muestran estos autores es que ante la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, en los últimos años las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva, lo que se refleja en una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras.

Ante la actual situación, los especialistas que participan en esta obra plantean la necesidad de realizar sustanciales cambios en la política económica gubernamental. Enmendar las actuales tendencias exige modificaciones profundas, lo cual lleva tiempo, por lo que es preciso empezar cuanto antes.

En la preparación de este libro fue invaluable el apoyo de Miguel Ángel Martínez y Álvaro Israel Ríos, becarios del proyecto PAPIIT “Deuda, circuitos financieros y deflación”. Igualmente encomiable fue la labor secretarial de la señora Rosa Antonia Méndez.

II

EL TEMOR A LA INFLACIÓN: UN COROLARIO DE LA CRISIS FINANCIERA

Patricia Rodríguez

RESUMEN

En este documento se analizan las repercusiones que tiene el temor, en épocas de crisis, a que el gasto público y la deuda gubernamental desaten un proceso inflacionario. Precisamente en épocas de crisis, lo realmente importante es estimular el crecimiento y generar empleo. Para ello debe aumentar el gasto público y hacerse más eficiente; asimismo, la deuda debe canalizarse a los sectores productivos. El trabajo desarrolla, para el caso de México, la idea de que el control inflacionario es resultado, del lado de la oferta, de la integración económica del país al mercado mundial; y del lado de la demanda, de las políticas restrictivas aplicadas por el Banco de México.

Palabras clave: inflación, deflación, desempleo.

THE FEAR OF INFLATION: A COROLLARY OF THE FINANCIAL CRISIS

ABSTRACT

This document analyzes the repercussions of the fear that, in times of economic crisis, public spending and government debt can trigger inflation. In times of crisis, it is especially important to stimulate growth and create jobs. To do so, public spending must increase and simultaneously become more efficient; likewise, debt should be channeled into productive sectors. This work develops the idea that in Mexico, controlling inflation is a result, on the supply side, of the country's economic integration with the world market, and on the demand side, of the Banco de México's restrictive policies.

Key words: inflation, deflation, unemployment.

INTRODUCCIÓN

Es definitorio establecer si se ha superado la recesión mundial como la principal dificultad, para proceder a desechar las políticas de salvamento y estímulos, y por lo tanto retirar el dinero excedente, pero si la recesión mundial continúa siendo el principal problema, los estímulos y la liquidez, dirigidos realmente a incrementar la demanda efectiva, deben seguir siendo considerados como alternativas de políticas económicas y monetarias. La discusión sobre el probable aumento de la inflación, debe verse como un problema menor al del incremento del desempleo o la misma deflación.

Los bancos centrales desde hace dos décadas modificaron sus estructuras y establecieron un mono objetivo con el fin de mantener baja la variación de precios. Así se generalizó la política monetaria conocida como metas de inflación; teoría basada y dirigida en la administración de expectativas para inversionistas nacionales y mundiales. La teoría dominante observa que su resultado es un éxito y serán las últimas dos décadas reconocidas como una época de “bajas inflaciones”. Pero ahora con la irrupción de la crisis económica mundial se replantea la teoría y el análisis de la inflación y sus consecuencias. Este trabajo desarrolla para el caso de México la idea de que el control inflacionario es resultado (por el lado de la oferta) de la integración económica del país al mercado mundial y por parte de la demanda de las políticas restrictivas instrumentadas por el Banco de México.

Inflación y crisis

La crisis financiera aceptada oficialmente a nivel mundial en septiembre de 2008, modificó el panorama internacional y trastocó todas las relaciones económicas y financieras globales, dando lugar a intervenciones monetarias de gran magnitud y escala por parte de los gobiernos, que utilizando fondos públicos inyectaron liquidez para rescatar o apuntalar instituciones financieras privadas y algunas públicas; así también se presentaron programas de apoyo fiscal y anti cíclicos para los mercados de créditos, las empresas, y algunos directamente para estimular la demanda interna. En el Cuadro 1 se observan los altos déficits públicos (como porcentaje del producto) que alcanzaron algunas regiones y países representativos; sobresale la Unión Europea integrada por 27 países, que en promedio saltó de un déficit, de -0.60% en 2007 a -6.80% en 2009, así también Estados Unidos lo hizo para el mismo periodo de -2.46% al -10.89% del PIB.

Cuadro 1
Déficit fiscal de la Unión Europea y países seleccionados
Sector público federal (% del PIB)

Años	Unión Europea (27 países)	Euro área (16 países)	Estados Unidos	Grecia	España	México
2005	-2.40	-2.50	-4.0	-5.20	1.00	-0.10
2006	-1.40	-1.30	-3.3	-3.60	2.00	0.10
2007	-0.80	-0.60	-2.5	-5.10	1.90	0.00
2008	-2.30	-2.00	-4.4	-7.70	-4.10	-0.10
2009	-6.80	-6.30	-10.9	-13.60	-11.20	-2.30

Fuente: Elaboración propia con datos de Eurostat y para México, Centro de Estudios de Finanzas Públicas; Cámara de Diputados.

La creciente y estratégica importancia del sector financiero, acentuó los efectos de esta crisis en la economía real, por lo que ante las enormes presiones de los organismos financieros internacionales,¹ las empresas calificadoras de riesgo y los grandes bancos globales, determinaron que los gobiernos y bancos centrales se vieran forzados a flexibilizar sus políticas fiscales y generar una sobre liquidez.² Lo que afectó el cumplimiento de los objetivos establecidos por los regímenes de “metas de inflación” y sobre todo las expectativas de estabilidad de precios, tanto al incremento (inflación) como a la disminución (deflación), ver Cuadro 2.

Cuadro 2
Inflación de países escogidos
Variación porcentual anual

Años	Países desarrollados					Países emergentes		
	Estados Unidos	Canadá	Alemania	Japón	Reino Unido	Brasil	México	Venezuela
Fecha de adopción de metas de inflación y valor		1991 (6.9)			1992 (4.0)	1999 (3.3)	2001 (9.0)	
2005	3.49	2.13	1.41	-0.40	1.92	5.69	3.33	14.36
2006	2.48	1.69	1.39	0.30	2.97	3.14	4.05	17.02
2007	4.07	2.35	3.13	0.70	2.12	4.44	3.76	22.40
2008	0.09	1.15	1.14	0.40	3.11	5.90	6.53	31.90
2009	2.79	1.32	0.94	-1.68	2.83	4.31	3.57	26.91
2010*	2.20	1.78	1.03	-1.19	3.72	5.26	4.27	31.20

* Datos al mes de abril.

Fuente: Elaboración propia con datos de los indicadores internacionales del BIE de INEGI.

- ¹ Como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la OCDE.
- ² De acuerdo con la fuente: *The Financial Crisis: Reform and Exit Strategies*, OCDE, 2009. El apoyo del G-20, al sector financiero con un valor que representó el 27.9% de su PIB, con el siguiente desglose: 1.90% por inyecciones de capital, 3.30% de compra de activos y préstamos hechos por el Tesoro, 1.0% por apoyo de los bancos centrales con respaldo del tesoro, 9.30% provisión de liquidez y otros apoyos por parte del banco central y 12.30% por garantías.

La década de los años noventa, se reconoce como la era de las bajas inflaciones, porque la estabilización de precios se convirtió en el centro de las políticas macroeconómicas tanto de las naciones desarrolladas como de las emergentes, sobreponiendo los sectores monetarios y financieros sobre el real, lo que sustentó profundas transformaciones orgánicas y administrativas de los bancos centrales y se instauraron consensos a favor de una política monetaria disciplinada conocida como metas de inflación, que finalmente se explica como una afanosa administración de expectativas dirigidas a los inversionistas nacionales y extranjeros que actualmente tienen sus objetivos en la inversión de riesgo. Esta política se basa en la idea del crecimiento económico real (forzosamente) de largo plazo, que se sobrepone a la idea de un rápido y estable desarrollo.

Si bien es cierto que desde la instrumentación generalizada de la política de metas inflación se observó una clara tendencia mundial hacia la baja, también es cierto que esta política no ha sido del todo eficiente por sí misma, ya que fue incapaz de minimizar los efectos por “choques de oferta” definidos por las variaciones de precios del petróleo, materias primas y alimentos, los cuales se mostraron en diversos periodos, pero contundentemente en los años de 2007 y 2008 (Cuadro 2). Los seguidores del consenso dominante reiteradamente han subestimado la importancia de mantener una demanda suficiente en la economía. Pasan por alto el potencial estabilizador de la política fiscal. Sólo trabajan por el control y el mantenimiento de una inflación baja sobre todos los demás objetivos económicos, sociales y políticos, descuidando las propuestas y relevancia de generar un crecimiento económico de más corto plazo, sin desdeñar la estabilidad. Por lo que no sorprende que algunos estudios sobre metas de inflación hayan llegado a la conclusión de que con dicha política se redujeron o negaron derechos económicos a la población, entre los que destaca; el de un empleo con salarios reales socialmente suficientes.

Por otra parte, la tendencia a la baja de la inflación mundial, en el marco del modelo de liberalización comercial, tiene como real explicación la sobre oferta de bienes y servicios baratos, provenientes de los países emergentes asiáticos, que producen con una estructura de costos distinta a los salarios relativos internacionales (Skidelsky, 2010). En el Cuadro 3, el crecimiento del comercio internacional de 1990 a 2009 de un grupo de países americanos y asiáticos muestra que su comercio internacional fue cuatro veces mayor al crecimiento de su producto, es decir que el valor del comercio sobrepasó al de su producción.

Cuadro 3
 Producto Interno Bruto y Comercio Internacional por grupos de países en desarrollo
 Tasas de crecimiento

Años	Americanos ¹		Asiáticos ²	
	PIB	Comercio Internacional	PIB	Comercio Internacional
1990	-0.35	6.99	6.43	14.92
1991	3.41	-2.30	5.57	8.27
1992	2.75	5.92	7.95	12.46
1993	3.80	8.80	7.04	7.28
1994	5.05	16.36	7.11	17.11
1995	1.01	21.99	7.43	20.38
1996	3.56	12.76	7.24	6.14
1997	5.24	11.43	5.74	6.16
1998	2.24	-1.55	1.53	-7.51
1999	0.34	6.83	5.25	9.61
2000	3.93	20.58	6.55	23.58
2001	0.43	-4.08	3.57	-6.94
2002	0.06	1.04	5.99	9.33
2003	2.35	9.51	6.76	18.97
2004	5.89	23.29	7.97	28.61
2005	4.79	20.23	7.60	21.58
2006	5.57	19.59	8.19	19.42
2007	5.80	12.13	8.55	17.24
2008	4.44	16.50	5.75	18.08
2009	-1.55	-23.72	3.78	-20.23

Fuente: UnctadStat. <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer>.

¹ Incluye países del Caribe, Centroamérica y Sudamérica.

² Incluye países del este, sur, sur-este y oeste asiático.

En contrapartida, se forzó a una baja demanda como reflejo de las políticas monetarias restrictivas, que derivaron en altas tasas de desempleo con bajos salarios reales, desembocando en raquíticos crecimientos económicos, desde antes de las crisis, con los que se han manejado o sobrellevado las economías desarrolladas, emergentes y pobres (ver Cuadro 4). La variación de precios, a partir de 1991 hasta 2010, de cinco países desarrollados escogidos, muestra estabilidad de precios con claro aumento de las tasas de desempleo durante más de veinte años.

Cuadro 4
Promedio de tasas de desempleo e inflación de países elegidos
Porcentajes

Periodo	Estados Unidos		Reino Unido		Francia		Alemania		Japón	
	Desempleo	Inflación	Desempleo	Inflación	Desempleo	Inflación	Desempleo	Inflación	Desempleo	Inflación
1985-1990	6.12	3.90	9.21	4.97	9.29	3.52	nd	1.49	2.51	1.47
1991-1999	5.68	2.69	7.97	2.80	10.76	1.66	8.16	2.41	3.22	0.96
2000-2004	5.21	2.55	5.03	1.20	8.84	1.90	8.52	1.51	5.02	-0.52
2005-2008	5.29	3.50	5.41	2.92	8.39	2.23	8.45	2.22	4.06	0.69
2009-2010*	9.34	0.07	7.61	2.32	9.56	0.23	7.47	0.36	5.04	-1.32

Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE e Indicadores internacionales del INEGI.

* Datos a febrero de 2010

Bajo el análisis y contexto anterior y a tres años de la crisis, la inflación nuevamente se convierte en el punto de discusión, que tiene enormes consecuencias para la teoría y la política económica ya que si prevalece el pensamiento de que la inflación ha superado como la principal dificultad, a la recesión mundial. Se deben desechar las políticas de salvamento y los estímulos económicos y por lo tanto retirar el dinero excedente pero si la recesión mundial continúa siendo el principal problema, los estímulos y la liquidez deben seguir siendo considerados en todas y cada una de las políticas económicas y monetarias, como única forma de reestructurar las economías internas y el comercio internacional.

Por qué es tan importante la inflación

La inflación se define como crecimiento sostenido en el nivel general de precios y se relaciona con las distorsiones e incertidumbre en los procesos económicos interrelacionados con la distribución del ingreso y la determinación de la inversión futura. Existe consenso de la teoría dominante acerca de que en el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario, pero en el mediano y corto plazos, las variables que la pueden definir son: las perturbaciones que aumentan la demanda agregada en relación con la oferta agregada, los cambios inesperados en los salarios, en los precios de bienes importados, movimientos en el tipo de cambio que incrementan los precios de los bienes importados.

En países desarrollados, teóricamente se explica este incremento de precios, de mediano y largo plazos, tanto por la brecha del producto, es decir la diferencia entre oferta y demanda, así como por factores monetarios y consideraciones de factores de oferta adversa. Mientras que para países emergentes, los factores

nominales son más explicativos, ya que el crecimiento del dinero y el tipo de cambio nominal establecen una correlación más directa. De aquí se sustenta el análisis de que el déficit gubernamental a través de la creación de dinero o una política expansiva incongruente generan inflación; otra explicación es el uso del señoraje,³ que se refleja en un rápido incremento generalizado de precios, al aumentar la oferta monetaria sin la expansión correspondiente de la producción.

Otra explicación es que la inflación se trata de incremento de costos, principalmente de los salarios monetarios en relación con la productividad laboral. Este aspecto basado en la teoría de Kalecki, que definió la existencia de dos grandes grupos de mercados, el competitivo de precios flexibles (materias primas y algunos productos alimenticios) en el que se comportan como lo define la teoría neoclásica, y la de los precios fijos oligopolísticos, en el cual las empresas fijan los precios, considerando las ventas esperadas que generen suficientes beneficios no distribuidos como para financiar sus inversiones planeadas (Lavoie, 2005). La política fiscal es considerada como estratégica por esta escuela teórica determinando como de mayor relevancia las repercusiones de los impuestos sobre la economía que la de los gastos públicos. Fundamentalmente porque están relacionados con la distribución del ingreso. Ésto puede observarse por ejemplo en la idea de que los trabajadores en sus negociaciones salariales podrían generar un proceso inflacionario, pero podría ser combatido con mayores impuestos.

En el breve tratado sobre la reforma monetaria, Keynes desarrolla su concepción del valor del dinero en relación a la variación de precios, definiendo la relevancia de la inflación y deflación en la economía, ya que visualiza claramente qué cambios en la cantidad de dinero afecta su valor y funcionalidad económica y por lo tanto altera de manera diferenciada y desigual a las clases sociales y a las personas.

Así un cambio en los precios y las remuneraciones, medidos en dinero, afectan generalmente a las diversas clases en forma distinta, transfiere riqueza de unas a otras, aporta opulencia aquí y zozobra allá, y redistribuye los favores de la fortuna en forma tal que frustra designios y desanima expectativas (Keynes, 1996: 24).

Para este autor, el valor del dinero siempre ha respondido a dos grandes fuerzas impulsoras: la enorme influencia política de la clase deudora y la escasez de recursos del gobierno; en términos llanos explica claramente muchas de las políticas de salvamento que se han impulsado en esta última crisis.

³ El señoraje es el ingreso que obtiene el gobierno vía incremento en los saldos monetarios y la pérdida del poder adquisitivo de las tenencias de efectivo (el impuesto inflacionario).

Otra consideración para la estabilidad de valor del dinero es que éste funciona especialmente para los contratos monetarios; es decir la idea de que los ahorros o el capital reciban rentas en moneda de curso que incrementen su riqueza y esto pasa siempre y cuando se haya infundido la idea de que el dinero va a mantener un valor estable y no se tendrán problemas de “pérdidas” reales. Variaciones en los precios altera la producción, aumentando o retrasando la realización de riqueza. Principalmente, la inflación afecta de manera contundente la distribución del ingreso, profundizando su concentración. También es relevante observar que generalmente la clase empresarial se beneficia en el inicio de etapas inflacionarias, ya que sus pagos financieros fijos disminuyen relativamente al volumen de sus negocios, y ante el aumento de precios la clase empresarial y comercial obtienen beneficios extras por las existencias, pero a su vez se hace necesario pedir mayor inversión, lo que generalmente implica que la tasa de interés aumente y por lo tanto los costos financieros.

Por otra parte, la deflación perturba la demanda y el crecimiento económico. Cuando existe deflación de precios se produce rápidamente desempleo, ya que los empresarios responden disminuyendo el volumen de sus operaciones y tratando de mantener sus *stocks* de mercancías al nivel más bajo posible; al mismo tiempo, evitarán en lo posible la compra anticipada de materias primas y bienes intermedios. Como consecuencia de las pérdidas excesivas (en “relación a la eficiencia” de las empresas) descendería el nivel de actividad económica y el volumen de trabajo contratado se verían disminuidos.

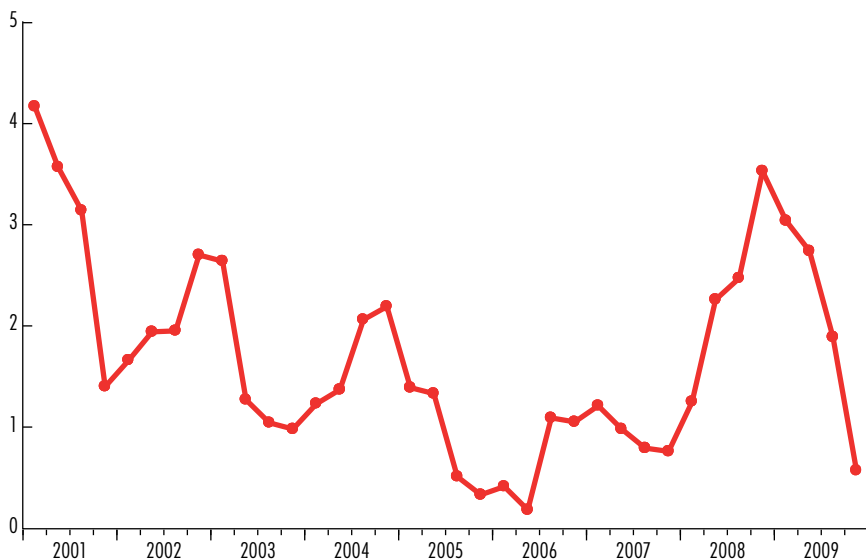
El predominio de la política monetaria para lograr la estabilización de los precios, se convirtió en el centro de las políticas macroeconómicas en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes, sobreponiendo al sector financiero sobre el real, lo que determinó que las funciones del banco central generaran consensos a favor de una política monetaria disciplinada por reglas destinadas a garantizar un nivel constante del valor de la moneda. Actualmente el mundo vive de “dinero fiduciario” de unidades de cuenta, donde su valor depende únicamente de las políticas particulares de cada banco central (Woodford, 2003). La crítica a esta política monetaria ha ganado espacios ante la gravedad de la crisis, llegando a establecer que la atención única en la estabilidad de precios, por los bancos centrales ha inducido a que minimicen lo que realmente está sucediendo en sus sistemas financieros y estructuras económicas. El costo de una inflación elevada, parece ahora mínimo comparado con el complicado futuro que deberá enfrentar la gran mayoría de las economías y sus bancos centrales para reactivar sus mercados internos e intentar manejar de manera responsable las burbujas especulativas que se están formando en distintos mercados y sectores.

Metas de inflación y modelo de apertura comercial de México

Para el caso de México, la política monetaria “metas de inflación” se instrumentó por el Banco de México a partir del año 2001, estableciendo puntualmente un intervalo del 3 ± 1 . La Gráfica 1 reporta los resultados trimestrales de la diferencia de la inflación observada menos una constante de 3.0 puntos, considerando ésta como la meta media establecida por el Banco de México para el periodo. Es claro que escasamente se ha logrado alcanzar y sobre todo sostener dichas metas puntuales, los valores más cercanos de sus objetivos fue durante el año de 2005. La Gráfica muestra que en ese año la diferencia fue menor a un punto.

El Banco de México ha modificado su estructura orgánica y administrativa, pero sobre todo su política de información para mantener a los agentes económicos, especialmente la clase empresarial, ciertos de que están y estarán “bien informados” sobre la determinación y manejo de las diversas formas e instrumentos de transmisión para cumplir con su único objetivo institucional que se resume en la estabilidad de precios. Así la política monetaria conocida como “metas de inflación” se presenta en México como una clara administración en la generación de expectativas, con el fin de hacer converger el incremento de precios esperado (programado por parte del Banco de México) y el observado.

Gráfica 1
México; inflación trimestral anual 2001-2009, menos 3.0 puntos de meta de inflación



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

Un anuncio importante sobre la necesidad de mantener altos niveles de credibilidad del instituto central, es el convenio que se estableció para que la medición de los diversos índices de precios, ya no fuera elaborada por el propio Banco de México, sino por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía.

Desde que se alcanzó la autonomía del banco central, se ha garantizado institucionalmente que los mexicanos jamás pudiésemos padecer las consecuencias nefastas de una inflación elevada y fuera de control. En la exposición de motivos de dicha iniciativa el Ejecutivo describía con gran claridad todos los estragos que causan las inflaciones elevadas no sólo desvaneciendo el poder adquisitivo de los salarios y de quienes perciben otros ingresos fijos, sino cancelando las posibilidades de crecimiento económico...

En su valiosa exposición de motivos que comentó, de forma visionaria advirtió:

De ser aprobada la reforma constitucional propuesta (autonomía del Banco de México) no resultaría procedente que la estadística en materia de índices de precios continuara a cargo del banco central: su producción sería encomendada al Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, órgano desconcentrado de la administración pública federal con autonomía técnica, para realizarla con la objetividad y alta calidad que hasta ahora la han caracterizado (Cartens: 2010; 3).

En el año 2000, el Banco de México cumplió 75 años de funcionamiento y desde entonces era elogiado por el logro de sus resultados, exactamente en esa ocasión, Alan Greenspan, banquero central de los Estados Unidos, explicó que el control inflacionario, la estabilidad económica, sólo es una base para eficientar el libre comercio internacional y éste es el que debe conducir a la economía global hacia la real estabilidad económica mundial y el desarrollo.

Los banqueros centrales pueden contribuir de dos maneras a promover un sistema abierto de comercio internacional. Primero, no deben dudar en recordar a sus conciudadanos los claros beneficios netos del libre comercio de bienes, servicios y capitales; beneficios que se distribuyen en promedio no sólo a todos los socios comerciales sino especialmente a algunos de los miembros menos afortunados que participan en dichos intercambios. También quisiera enfatizar que el sistema de libre mercado ha demostrado ser superior a cualquier otra forma de controlar las fuerzas competitivas de la división del trabajo y de las ventajas comparativas. Segundo, nosotros, los encargados de la política monetaria, debemos mantener el fundamento de

la estabilidad de los precios de tal forma que se pueda sostener el mayor crecimiento económico a través del tiempo. Al preservar el buen desempeño de las economías, nuestros argumentos en favor del libre comercio y de los mercados abiertos encontrarán una audiencia más receptiva. (Greenspan, 2000; 23)

Lo que avala a dicha política monetaria es que está directamente asentada en la expansión comercial de bienes y servicios a nivel internacional que llevó a la competencia con base en precios mundialmente bajos. La economía mexicana desde hace veinte años se transformó estructuralmente al asumir plenamente la propuesta de libre comercio, lo que estableció su entrada a la competencia de mercados globales, si bien fue en términos de aumentar significativamente las exportaciones pero también y sobre todo, las importaciones.

Las exportaciones mexicanas fueron asumidas en buena parte por el sector maquilador y otras grandes empresas, muchas de ellas transnacionales. Mientras que las importaciones sustituyeron cadenas productivas, producción de alimentos básicos así como bienes y servicios finales. Para 1990 el comercio total internacional de México representaba el 14.56% respecto a su PIB, que se fue modificando de manera acelerada para llegar a representar, 19 años después en 2008, el 38.63%. Mientras la tasa de crecimiento total del periodo para el PIB alcanzó un crecimiento del 174.10%, el comercio internacional logró un sorprendente 627.19%. Esta tasa de crecimiento detalla la alta dependencia de la estructura económica nacional a la oferta y demanda externa y con ello su profunda vulnerabilidad al valor y variaciones de tipo de cambio peso dólar (véase Cuadro 5).

Sobre el volumen observamos que las importaciones son ligeramente mayores con respecto a las exportaciones, que han evolucionado de 7.36% a 19.87% con respecto al PIB en los 19 años de estudio (Gráfica 2).

Es necesario subrayar que si bien el comercio internacional mexicano (importaciones y exportaciones) continúa concentrado en el mercado estadounidense, éste sí se ha diversificado, incrementándose (como en todo el mundo) las importaciones procedentes de los países asiáticos, que son los países líderes en los mercados internacionales al ofrecer mercancías de bajos precios: así en el año 2001, las importaciones a México de los países asiáticos⁴ representaban apenas 12.5% relativamente con respecto al total; para el año de 2009 se incrementa-

⁴ Se consideran los siguientes países: Arabia Saudita, China, Corea del Norte, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, India, Indonesia, Israel, Japón, Malasia, Pakistán, Singapur, Sri Lanka, Tailandia, Taiwán y Vietnam.

Cuadro 5
México; comercio internacional total, 1990-2008

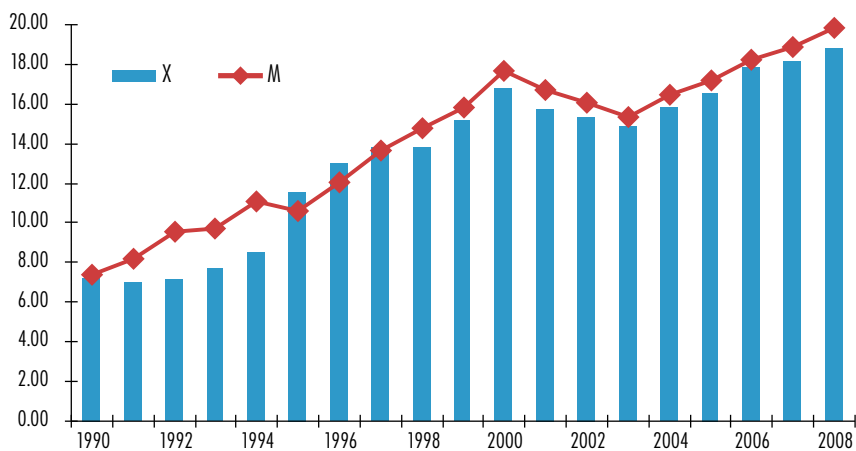
Años	PIB		Exportaciones + Importaciones		
	Total	Tasa de crecimiento	Total	Respecto al PIB	Tasa de crecimiento
	Mmd	%	Mmd	%	%
1990	563.79	--	82.10	14.56	--
1991	608.43	7.92	92.40	15.19	12.55
1992	645.47	6.09	107.91	16.72	16.79
1993	672.51	4.19	117.11	17.41	8.53
1994	716.89	6.60	140.25	19.56	19.76
1995	686.64	-4.22	152.00	22.14	8.38
1996	735.83	7.16	184.22	25.04	21.20
1997	799.59	8.67	219.63	27.47	19.22
1998	849.31	6.22	242.75	28.58	10.53
1999	894.14	5.28	277.52	31.04	14.32
2000	987.11	10.40	340.21	34.47	22.59
2001	1009.16	2.23	327.38	32.44	-3.77
2002	1047.71	3.82	328.74	31.38	0.42
2003	1109.06	5.86	335.31	30.23	2.00
2004	1186.25	6.96	383.09	32.29	14.25
2005	1293.91	9.08	436.11	33.70	13.84
2006	1403.28	8.45	506.07	36.06	16.04
2007	1492.97	6.39	552.97	37.04	9.27
2008	1545.33	3.51	597.02	38.63	7.97
Total del periodo	18247.39	174.10	5422.79	29.72	627.19

Fuente: INEGI, BIE.

Mmd., miles de millones de dólares.

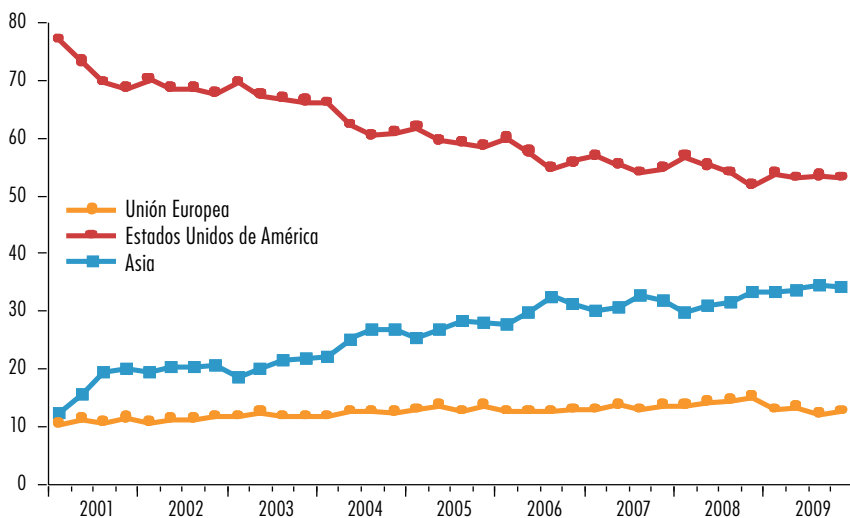
ron al 34.5%. Mientras que las importaciones de la Unión Europea pasaron de 10.4% a sólo un 12.79% y para los Estados Unidos de Norteamérica, éstas bajaron relativamente su participación del 77.2% al 53.10% para el mismo periodo (véase la Gráfica 3).

Gráfica 2
México; importaciones y exportaciones 1990-2008
(% con respecto al PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI, BIE.

Gráfica 3
Importaciones trimestrales de México 2000-2009 provenientes de Estados Unidos,
Unión Europea y Asia
(participación %)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI, BIE.

Si a lo anterior le sumamos que las exportaciones de México tienen poco valor agregado y que la parte de la maquila sustenta mucho del volumen exportado, con base en el bajo salario nacional, y las importaciones han sustituido cadenas productivas, mercancías de consumo final, materias primas y alimentos, entonces concluimos que las importaciones han afectado los precios internos a la baja, porque se ofertan muchos productos importados baratos y este desplazamiento conjuntamente con la baja demanda interna explica la época de la baja inflación mexicana.

Finalmente es necesario analizar si existe un peligro real de aumento de precios en México a partir de los programas anticíclicos anunciados, entre los años de 2008 y 2010, aceptando que como nación emergente, su inflación tiene una relación más directa con la cantidad de dinero, y por lo tanto ante la crisis económica actual la liquidez que se genera para enfrentarla debe absorberse o retirarse lo más pronto posible. En estos términos si observamos la Gráfica 4, donde se registran valores nominales de la base monetaria⁵ y sus dos componentes más gruesos que son el crédito interno y los activos internacionales netos.⁶ Se aprecia que realmente la base monetaria se incrementa dos puntos porcentuales respecto al PIB del año 2000 al 2009, esto si existe mayor nivel de liquidez.

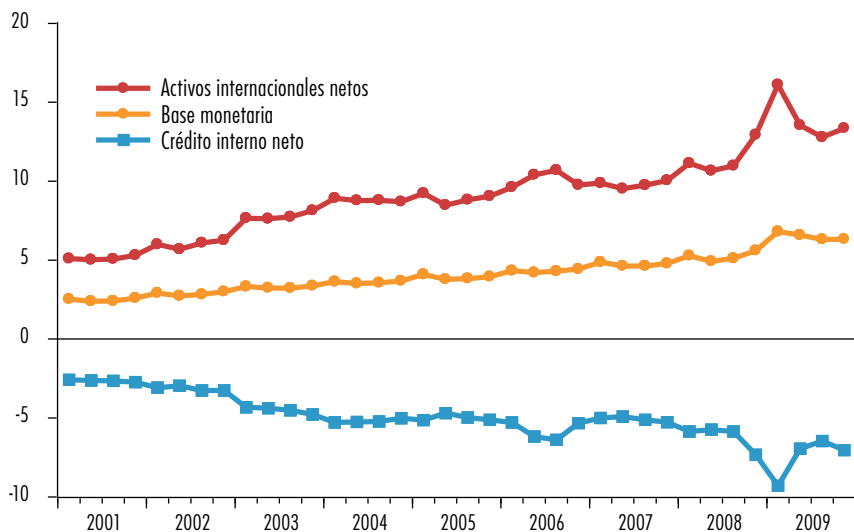
Pero dicho incremento se explica por los considerables volúmenes de activos internacionales netos, es decir, la esterilización monetaria tiene fundamento en la intervención (no oficial, ni aceptada) para determinar el tipo de cambio peso/dólar, valor clave en la economía mexicana por su alto nivel de traspaso a los costos y precios. Mientras en sentido opuesto el crédito interno neto,⁷ se observa con una franca disminución relativa, que baja en los meses críticos de la crisis, como son los finales de 2008, esta variable de crédito interno refleja que durante la crisis cuando el PIB cayó 7.0% el crédito interno se contrajo a niveles históricos, por lo que la existencia de programas anticíclicos no aumentó realmente la posibilidad de contar con una mayor cantidad de dinero. Si la afirmación es correcta y no existe una mayor cantidad de dinero, para qué preocuparse por un desencadenamiento de la inflación.

⁵ Base monetaria, se define como la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el instituto central lleva a las instituciones de crédito (Banco de México, 1995).

⁶ Activos internacionales netos, son los pasivos del banco derivados de créditos con propósitos de regulación cambiaria (Banco de México, 1995).

⁷ Crédito interno neto, se define como la diferencia entre la base monetaria y la reserva internacional del Banco de México (Banco de México, 1995).

Gráfica 4
 México; base monetaria, activos internacionales y crédito interno neto
 (% con respecto al PIB)



Fuente: Banco de México.

Es decir que al disminuir el crédito interno no existe la posibilidad de contar con mayor demanda efectiva que ejerza una clara presión a la oferta existente, ya que también el producto disminuyó históricamente.

A NIVEL DE CONCLUSIONES

Los defensores del enfoque que reivindica como un éxito la política monetaria de control inflacionario, actualmente proponen deshacerse de la liquidez que se creó vía los programas anticíclicos. Sin embargo, hay estudios que muestran las deficiencias empíricas para evaluar realmente los resultados de las metas de inflación. Uno de los principales argumentos en contra, es que se subestima la importancia de mantener una demanda en la economía. Hacen hincapié en el control de la inflación sobre todos los otros objetivos económicos, descuidando la importancia de un crecimiento económico estable y rápido. Analizando las nuevas características del comercio mundial se observa que (es el caso de México también) existió un auge de las importaciones provenientes de los países asiáti-

cos, que venden productos de bajos precios e inundan los mercados nacionales, por lo que existió una oferta de productos externos y una muy baja demanda interna explicada por las políticas restrictivas monetarias. No es sorprendente que algunos estudios de metas de inflación hayan llegado a la conclusión de que la reducción de la inflación muy a menudo reduce la tasa de los derechos económicos.

BIBLIOGRAFÍA

- Chapoy Bonifaz, Alma, *Bases para una estructura supervisora y reguladora de las finanzas globales*, ponencia del IX Seminario de Economía Financiera, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, publicado en CD, 2009.
- Carstens, Agustín, *Palabras del gobernador del Banco de México, durante la firma de los convenios de colaboración*, BANXICO-INEGI, México 12 de octubre de 2010, disponible en: <<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/discursos-y-presentaciones/discursos>>.
- Greenspan, Alan, “Discurso de inauguración”, *Documentos presentados en el Seminario del 75 Aniversario del Banco de México*, México, D.F., Banco de México, noviembre de 2000.
- Keynes, John Maynard, *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, México, FCE, 1996 (1923).
- Lavoie, M., *La economía postkeynesiana*, Barcelona, Icaria, 2005.
- Skidelsky, Robert, “El fantasma de la inflación” en *Project Syndicate*, 2010, disponible en: <<http://www.project-syndicate.org/>>.
- UnctadStat, diciembre de 2010, disponible en: <<http://unctadstat.unctad.org/TableViewer>>.
- Woodford, Michael, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003.

III
REFLEXIONES CRÍTICAS SOBRE EL MECANISMO
DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA
DEL BANCO DE MÉXICO

Josefina León

RESUMEN

Este trabajo define los canales de transmisión monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de mostrar que el Banco de México utiliza tanto la tasa de interés de corto plazo como el tipo de cambio en la instrumentación de la política monetaria. El trabajo explica cómo con el esquema actual de metas de inflación, la política cambiaria está supeditada a la política monetaria, lo que en el contexto de la liberalización financiera y de la apertura de la cuenta de capital, contribuye a la estabilidad de los precios pero al mismo tiempo atrae capital especulativo del exterior.

Palabras clave: tipos de interés, política monetaria y tipo de cambio.

CRITICAL REFLECTIONS ON THE BANCO DE MÉXICO'S
MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM

ABSTRACT

This work defines monetary transmission channels with the goal of showing that Banco de México uses both short-term interest rates as well as exchange rates as tools for their monetary policy. This work explains that under the current scheme of inflation goals, exchange rate policy is subject to monetary policy. In the context of financial liberalization and the opening of capital accounts, this contributes to price stability while also attracting speculative foreign investment capital.

Key words: interest rates, monetary policy, exchange rates.

INTRODUCCIÓN

El impacto de la política monetaria en las distintas variables del sistema económico se conoce como mecanismo de transmisión de la política monetaria. El propósito fundamental del Banco de México (Banxico) es la estabilidad de los precios; en el esquema actual de objetivos de inflación la tasa de interés se ha convertido en el instrumento de control del banco central. El objetivo del artículo consiste en señalar los canales de transmisión monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de mostrar que el Banxico utiliza tanto la tasa de interés como el tipo de cambio en la instrumentación de la política monetaria. Como veremos, una política monetaria contractiva sí afecta a la inflación, pero contrario a las creencias de las autoridades monetarias, también genera un proceso de distorsión de los precios relativos que aumenta nuestra dependencia hacia el sector externo y mina las bases del aparato productivo.

El artículo se integra por tres apartados. En el primero se plantean algunos antecedentes teóricos para explicar por qué los bancos centrales dejan de utilizar a la oferta monetaria como instrumento de política a favor de establecer una tasa de interés de referencia, que es lo que actualmente hace la mayoría de los bancos centrales del mundo. En el segundo apartado se presentan los distintos canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria de la teoría ortodoxa con el fin de explicar, en términos teóricos, cómo se espera que la política monetaria afecte al sistema económico. Además, se señalan algunas observaciones críticas sobre la manera como el Banco de México implementa la política monetaria. Finalmente, en el tercer apartado se presentan las conclusiones del estudio.

DEL CONTROL DE LOS AGREGADOS MONETARIOS A LA INSTRUMENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA A TRAVÉS DE LA TASA DE INTERÉS

En la actualidad la política monetaria juega el papel central en la política económica de muchos países; en el caso de México Guillermo Ortiz Martínez, quien durante el periodo de 1998-2009 fue gobernador del Banco de México, emprendió una serie de reformas con el fin de que el funcionamiento de la institución estuviera en concordancia con los lineamientos de política impuestos por el Consenso de Washington. Dicho Consenso contiene diez puntos que han servido de referencia para determinar los lineamientos generales de la política económica del modelo que deben seguir los países capitalistas, en lo que puede considerarse una nueva fase del capitalismo, caracterizada por

el proceso de globalización económica.¹ De esta manera, para la mitad de los años ochenta el neoliberalismo antiinflacionario se había convertido en la teoría y política oficial de la mayoría de los principales países capitalistas y por tanto su influencia se extendió a los demás países.²

La apertura comercial y financiera que se empieza a implementar en México, sobre todo desde mediados de la década de los ochenta y en los primeros años de los noventa, forma parte de un fenómeno mundial impulsado por la influencia de la filosofía del libre mercado. En lo que se refiere al proceso de desregulación del mercado financiero, Correa (2004) presenta un análisis muy detallado de la reforma financiera en México, que constituye el marco de referencia en el que se insertan las decisiones tomadas por las autoridades monetarias, ya que la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital son factores que han llevado a que la tasa de interés y el tipo de cambio desempeñen un papel fundamental en la política monetaria.

A raíz de la crisis financiera internacional de 2008-2009, que en México empezó a sentirse con mayor fuerza a partir de septiembre de 2008, se generaron algunas diferencias de opinión en relación a la implementación de la política monetaria entre el entonces gobernador del banco central y el presidente de la República, lo que influye en el nombramiento de Agustín Carstens como nuevo gobernador del Banxico para el periodo 2010-2015, lo que significa que en lo que resta del sexenio actual y en parte del próximo, “no habrá nada nuevo bajo el sol” en relación con los lineamientos de política monetaria que se han implementado en años anteriores.

Las decisiones de la autoridad monetaria afectan a los distintos mercados que integran la economía en el mercado financiero influye en variables como

¹ La globalización es un proceso de al menos cuatro componentes fundamentales: aumento del comercio internacional, incremento de los flujos financieros internacionales, mayor internacionalización de los procesos productivos y un avance hacia la armonización de las instituciones económicas nacionales. Ver Larraín, B. F. y Sachs, J. D., *Macroeconomía*, Prentice Hall, 2ª Ed., 2002, Cap. 19.

² “Las economías que durante mucho tiempo habían abogado por su propia modalidad local de socialismo, financiada con la ayuda de Occidente, de repente tuvieron que contemplar un enfoque más realista para atraer las inversiones occidentales al practicar políticas de libre mercado: todavía un terremoto pequeño, pero que transformaría a la economía mundial en la próxima década”, Thatcher, Margaret, *Los años en Downing Street*, Ediciones Aguilar-Nuevo Siglo, 1994, pp. 168-169. Citado en Rodríguez Vargas, J. J., *La nueva fase de desarrollo económico y social del capitalismo mundial*, Tesis doctoral, Doctorado en Economía-UNAM, 2005, p. 9. En <http://www.eumed.net/tesis/jjrv/>

la tasa de interés, el tipo de cambio y el precio de los títulos financieros; en los mercados laboral y de bienes y servicios, debido a que el objetivo fundamental del Banxico es controlar la inflación y se utiliza al salario nominal como ancla para evitar presiones inflacionarias. De lo anterior se deduce una idea básica: la política monetaria afecta a los precios nominales del sistema económico. Sin embargo, los precios nominales no se ajustan en la misma proporción ante un cambio en la política monetaria que afecte, ya sea la cantidad de dinero que hay en el sistema económico o la tasa de interés de referencia en el mercado de dinero, lo cual lleva a plantear que las decisiones de política monetaria sí tienen un impacto en los precios relativos, un aspecto que Hayek (1931) señaló en la década de los años treinta.

Entonces, si los precios relativos son alterados como resultado de las acciones del banco central, va a influir en las decisiones de gasto de los agentes económicos, ya sea como productores o como consumidores, modificando su cartera de activos financieros asociada a la tenencia de dinero, bienes de consumo duradero, bienes raíces, bonos, acciones y bienes de capital. Es decir, variables como la inversión, el consumo, el ahorro, la producción y el empleo se verán afectadas. Por lo tanto, resulta pertinente la siguiente reflexión: ¿los cambios en la política monetaria generan efectos transitorios o permanentes en las variables reales del sistema económico?

La respuesta en el marco de la teoría neoclásica dominante, que es la postura que adoptan las autoridades monetarias de nuestro país, es que los impactos de la política monetaria sobre las variables reales son transitorios, **dado que en el largo plazo el dinero es neutral**. Se considera que los efectos de corto plazo que generan los cambios del costo del dinero en la economía se deben a diferentes factores, como: problemas de información imperfecta,³ existencia de rigideces, ya sea nominales o reales, y estructuras de mercado de competencia imperfecta.⁴ La política monetaria en el corto plazo afecta tanto a variables nominales como a variables reales, pero en el largo plazo los mercados se ajustan y, si se verifica una serie de supuestos, las variables reales tienden a regresar a sus niveles de equilibrio de largo plazo, asociados a la tasa natural de desempleo. Por lo tanto,

³ Los modelos de información imperfecta han sido desarrollados por corrientes como el Monetarismo y la Teoría del Ciclo Monetario de R. Lucas.

⁴ En el Keynesianismo ortodoxo se asume rigidez nominal exógena. Por su parte, los autores de la Nueva Economía Keynesiana tratan de explicar con fundamentos microeconómicos la existencia tanto de rigideces nominales como reales, así como los impactos macroeconómicos que genera la existencia de estructuras de mercado de competencia imperfecta, como es el caso de los oligopolios y monopolios.

en el largo plazo el dinero es neutral, es decir, las variaciones en la cantidad de dinero sólo afectan a las variables nominales.

Sin embargo es muy difícil que la idea anterior se verifique a la luz del funcionamiento de las economías reales. En otro artículo analizamos el caso de México utilizando datos del periodo 1986-2005; una de las conclusiones obtenidas fue que “en lo que se refiere a la producción y el empleo, contrario a los resultados obtenidos por Blanchard y Quah para el caso de los Estados Unidos, la política monetaria en México tiene efectos tanto transitorios como permanentes en el sistema económico” (Ludlow, León, 2008: 129).

Lo anterior obviamente contrasta con la creencia que tiene la mayoría de los economistas ortodoxos en relación al papel del dinero en la economía, pero seguramente la experiencia de la crisis financiera mundial y los acontecimientos recientes asociados con la crisis europea, especialmente en países como Grecia, España, Portugal e Irlanda, son factores que deben de ser tomados en cuenta para una mejor evaluación del papel del dinero en el sistema económico. Aquí vamos a señalar brevemente cómo, de la década de los setenta a la actualidad, ha cambiado la manera como los bancos centrales implementan la política monetaria. A continuación hacemos un breve recuento.

Tradicionalmente en la literatura macroeconómica el mecanismo de transmisión de la política monetaria se asoció con la teoría cuantitativa del dinero, en la que la oferta monetaria determina el ingreso nominal y los precios, y los cambios en la cantidad de dinero generan efectos proporcionales en el nivel de precios. Por otro lado, la idea de que las fluctuaciones cíclicas de la economía se derivan de choques externos aleatorios fue difundida en los años treinta por Ragnar Frisch (1933) y Jan Tinbergen, autores que compartieron el primer Premio Nobel en Economía en 1969 por haber desarrollado y aplicado modelos dinámicos al análisis de los procesos económicos. Frisch separó el análisis dinámico de las fluctuaciones económicas en procesos de impulso (“choque”) y propagación (“transmisión”). Los impulsos se presentan de manera irregular, pero cuando suceden se genera un proceso de propagación que distribuye sus efectos a través del sistema económico, lo cual constituye en la actualidad lo que conocemos como mecanismo de transmisión.

En el marco del modelo *IS-ML*, William Poole (1970) plantea lo que debe de ser la elección del instrumento óptimo del banco central, que puede elegir entre: *i*) la oferta monetaria (M) o *ii*) una tasa de interés de referencia. La elección debe estar asociada con una regla de política monetaria, es decir, optar por uno u otro instrumento dependerá de si la economía está sujeta a choques aleatorios de demanda de carácter real o monetario; si se enfrenta un choque aleatorio de demanda agregada de carácter real que afecta a la función IS (mercado de

bienes y servicios), la política monetaria debe de estar basada en el control de los agregados monetarios. Si la economía enfrenta un choque aleatorio de demanda agregada de carácter monetario, que afecta a la función LM (mercados de dinero y bonos), entonces el manejo de la tasa de interés es más apropiado.

Históricamente el instrumento de política monetaria fue asociado en un principio al control de la oferta monetaria; en el marco de la teoría cuantitativa durante el siglo XVIII se puede hacer referencia a los trabajos de autores como D. Hume (1752) y R. Cantillon (1755). Asimismo, en el marco de las teorías del ciclo monetario desarrolladas en las primeras décadas del siglo XX encontramos los trabajos de H. Hawtrey (1928) y F. Hayek (1931). También se encuentra esta misma idea en la teoría de la preferencia por liquidez de J. M. Keynes (1936) y en el desarrollo de la teoría Keynesiana ortodoxa asociada con el modelo *IS-ML*, así como en el Monetarismo y en la Teoría del Ciclo Monetario expuesta por R. Lucas en lo que constituye, de acuerdo con autores como Snowdon y Vane (2005), la Nueva Economía Clásica de marca I.

Como es conocido, en la década de los setenta la crisis de estancamiento económica se convirtió en uno de los factores que influye en la contrarrevolución monetarista, es decir, el retorno a la filosofía del liberalismo económico. Milton Friedman (1968) señala que la inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario en el sentido que sólo es y puede ser producido por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción. Por lo tanto, el autor plantea que la política monetaria se debe de implementar siguiendo una regla, la oferta monetaria debe crecer al ritmo que aumenta la población, de modo que los salarios monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad de la mano de obra. Con este fin, sugiere que la cantidad de dinero aumente a un ritmo entre 2 y 3%.

La regla recomendada por Friedman no tuvo mucho éxito entre los países,⁵ pero sí lo tuvo su planteamiento de que la inflación es en todo momento un fenómeno monetario; la vieja idea de la teoría cuantitativa había regresado de nuevo en un contexto histórico completamente diferente. Por lo tanto, para lograr estabilizar el crecimiento de la inflación, se debía de controlar el crecimiento de los agregados monetarios. De acuerdo con Blanchard (2006), durante los años ochenta y parte de los noventa, la política monetaria en los países desarrollados se diseñaba como sigue: en primer lugar, el banco central seleccionaba un objetivo de tasa de inflación considerado óptimo desde el punto de vista de la

⁵ En Estados Unidos, por ejemplo, sólo en el periodo de 1979 a 1982 los agregados monetarios jugaron un papel importante en la política monetaria, ver Romer (2000).

sociedad. Dada esta tasa de inflación, el banco central determina una meta para el crecimiento de la oferta monetaria. Suponiendo que la velocidad de circulación del dinero es constante, esta meta se determina como la tasa de inflación deseada más la tasa normal de crecimiento del producto.

La elaboración de la política monetaria en torno al crecimiento de la cantidad nominal de dinero se basa en el supuesto de que existe una estrecha relación entre la inflación y el crecimiento de la cantidad nominal de dinero. El problema estriba en que en la práctica esta relación no es muy estrecha. Si el crecimiento de la cantidad de dinero es alto, la inflación también será alta; y si es bajo, la inflación será baja. Pero la relación no es suficientemente estrecha para que el banco central, eligiendo una tasa de crecimiento de la cantidad nominal de dinero, pueda lograr exactamente la tasa de inflación que desea, ni siquiera a medio plazo (Blanchard, 2006: 601).

Lo anterior se debe a que la demanda de dinero es inestable, por lo que en la década de los noventa se empiezan a abandonar las metas de crecimiento de la oferta monetaria. Entonces los bancos centrales decidieron manejar las tasas de interés en lugar de fijar metas para los agregados monetarios.

La idea de que el objetivo prioritario de los bancos centrales debe de ser la estabilidad de los precios influye en la más reciente escuela de la macroeconomía ortodoxa, llamada por Goodfriend y King (1997) la Nueva Síntesis Neoclásica o también conocida como el Nuevo Modelo Keynesiano, término utilizado por autores como Walsh (2003), Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010). Esta nueva corriente de la macroeconomía combina elementos de la Nueva Economía Keynesiana y de la Nueva Economía Clásica con la idea de hacer análisis keynesiano de corto plazo y análisis neoclásico de largo plazo, este último inspirado en autores como Hicks y Samuelson.

El modelo básico desarrollado al interior de esta escuela es utilizado ampliamente en la investigación de política monetaria; como ejemplos se pueden citar los trabajos de Clarida, Gali y Gertler (1999); McCallum y Nelson (1999); Svensson (2000), así como la obra monumental de Woodford (2003), que para esta corriente representaría un trabajo similar al realizado por Patinkin (1965) en la construcción de la síntesis neoclásica. A las ideas planteadas bajo este enfoque se les conoce como la Nueva Política Monetaria o economía monetaria neo-Wickselliana⁶ y se basan en el esquema de objetivos de inflación, en el que el

⁶ En el marco de la nueva política monetaria la regla de Taylor reemplaza a la curva LM; como dicha regla se ve influida por el concepto de equilibrio monetario de Wicksell, también se le conoce como economía monetaria neo-Wickselliana.

instrumento de la política monetaria es la tasa de interés, mientras que el dinero es endógeno.⁷

Un esquema de objetivos de inflación consiste en definir una tasa baja de inflación tanto en el corto como en el mediano plazo como el objetivo primario y en muchos países el objetivo exclusivo del banco central. Los factores que lo definen son:⁸

- a) El reconocimiento de la estabilidad de precios como el objetivo fundamental de la política monetaria.
- b) El anuncio de metas de inflación de mediano plazo.
- c) Independencia del Banco Central.
- d) Un régimen de tipo de cambio flotante.
- e) La ausencia de otras anclas nominales y de dominancia fiscal (la capacidad del gobierno de utilizar al banco central para el financiamiento de su déficit).
- f) Un análisis de todas las fuentes de presiones inflacionarias con el fin de evaluar la trayectoria futura del crecimiento de los precios.
- g) El uso de mediciones alternativas de la inflación, como la inflación subyacente, para separar aquellos fenómenos que inciden de manera transitoria sobre la inflación e identificar la tendencia de mediano plazo del crecimiento de los precios.
- h) Rendición de cuentas; transparencia y credibilidad en las autoridades monetarias.

El primer país en adoptar este régimen fue Nueva Zelanda en 1990, seguido por Canadá y otros países desarrollados. Para fines de los años noventa varias economías emergentes se sumaron a este esquema de política monetaria, entre los que se encuentran: México, Chile, Perú, Brasil, Colombia, Sudáfrica, Filipinas, Turquía, Hungría, Tailandia, República Checa, Corea del Sur, Polonia e Israel. En México, la independencia del Banxico se logra en 1993 y con la crisis de diciembre de 1994 se establece un tipo de cambio flexible; la transición hacia un esquema de metas de inflación se acelera a finales de la década de los noventa y para 2001 se establece la meta de inflación del 3%; en 2002 se señala que esta meta se va a mantener en años subsecuentes. Adicionalmente, se considera un intervalo de variabilidad de más/menos un

⁷ En el mecanismo de transmisión propuesto por los Poskeynesianos el dinero también es endógeno, pero esto no lo analizamos aquí.

⁸ Ver Schmidt-Hebbel y A. Werner (2002), y Política Monetaria, *Informe sobre el primer semestre de 2001*, Banco de México, septiembre, 2001.

punto porcentual alrededor del objetivo del 3% ($3\pm 1\%$) y a partir del 21 de enero de 2008 se adopta como objetivo operacional a la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”) en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca comercial mantiene en el Banxico, objetivo conocido como “el corto”.⁹ La estabilidad de precios se va a lograr cuando las expectativas de inflación de los agentes económicos coincidan, tanto con la inflación efectiva como con la meta de inflación establecida por las autoridades monetarias, es decir, cuando: $P^e = P = 3\pm 1\%$.

En el marco de la nueva política monetaria se considera que la mejor contribución del banco central es estabilizar los precios y que esto va a contribuir a reducir la variabilidad del producto en relación a su nivel potencial. Se trata de determinar una tasa de interés óptima a través de una regla, como la regla de Taylor (1993), que de acuerdo con autores como Mankiw (2006), parece describir el manejo de tasas de interés en varios países desarrollados como Estados Unidos.

Por otra parte, respecto a la política fiscal, en la Nueva Síntesis Neoclásica hay escepticismo sobre los efectos de dicha política, basado en argumentos como: **1)** la equivalencia ricardiana,¹⁰ **2)** los rezagos en el diseño e implementación de la política fiscal: si hay recesión corta la medida puede llegar tarde; **3)** la política fiscal, más que la monetaria, se enfrenta a limitaciones políticas. En suma, se considera que para lograr la estabilidad macroeconómica se requiere de finanzas públicas sanas.

EL MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Las autoridades monetarias del Banco de México están convencidas de que su mejor contribución es estabilizar los precios, condición que consideran necesaria

⁹ Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés. Anexo 3 del *Informe sobre Inflación Julio-Septiembre de 2007*, Banco de México.

¹⁰ El teorema de la equivalencia ricardiana establece que no hay diferencia entre sí; el gobierno vende bonos o aumenta impuestos para financiar su gasto. La venta de bonos de gobierno pone un peso sobre el sector privado involucrando impuestos futuros en orden de asegurar un pago de interés (los bonos no son a perpetuidad). Si el sector privado toma en cuenta la carga que tendrán en el futuro estos impuestos, los bonos de gobierno no serán considerados como riqueza neta, dado que los impuestos futuros serán descontados y su valor presente va a compensar exactamente el valor de los bonos vendidos (Mankiw, 2006: 790).

para impulsar el crecimiento económico, idea que tiene sus orígenes en la corriente monetarista. Por lo tanto, la política monetaria que se ha aplicado en México, sobre todo a raíz de la crisis de diciembre de 1994 a la actualidad, ha tenido un carácter predominantemente restrictivo. El Banxico se ha propuesto generar credibilidad entre los agentes económicos en relación a su objetivo de controlar la inflación, tarea que ha desempeñado de manera eficiente, dado que la tendencia de la inflación ha sido descendente durante el periodo de 1995 a 2009;¹¹ sin embargo, dicha política ha generado un alto costo para la sociedad.¹²

En el esquema de metas de inflación se utiliza como instrumento principal de la política monetaria a la tasa de interés. El análisis del mecanismo de transmisión incluye diferentes canales. En la literatura económica ortodoxa normalmente se abordan cuatro canales;¹³

- I. El canal de la tasa de interés.
- II. El canal del tipo de cambio.
- III. El canal de precios de otros activos.
- IV. El canal del crédito.

Como se observa en el Cuadro 1, los canales anteriores están incorporados en el mecanismo de transmisión que propone el Banco de México, que también incluye el canal de expectativas, que juega un papel fundamental si se considera la intención de las autoridades monetarias de generar credibilidad entre los agentes económicos. Un aspecto importante es que en la teoría macroeconómica no hay un modelo único que incorpore todos estos canales. El mecanismo de transmisión y sus distintos canales se asocia con: *i*) el desarrollo de las distintas corrientes macroeconómicas; *ii*) los resultados obtenidos a nivel empírico; *iii*) la madurez y profundidad de los mercados financieros y de capitales en distintos países, y el entorno institucional en que operan dichos mercados. “La relevancia de los canales descritos varía de un país a otro, y dentro de un mismo país fluctúan con relación a los cambios que se experimentan en materia de regulación

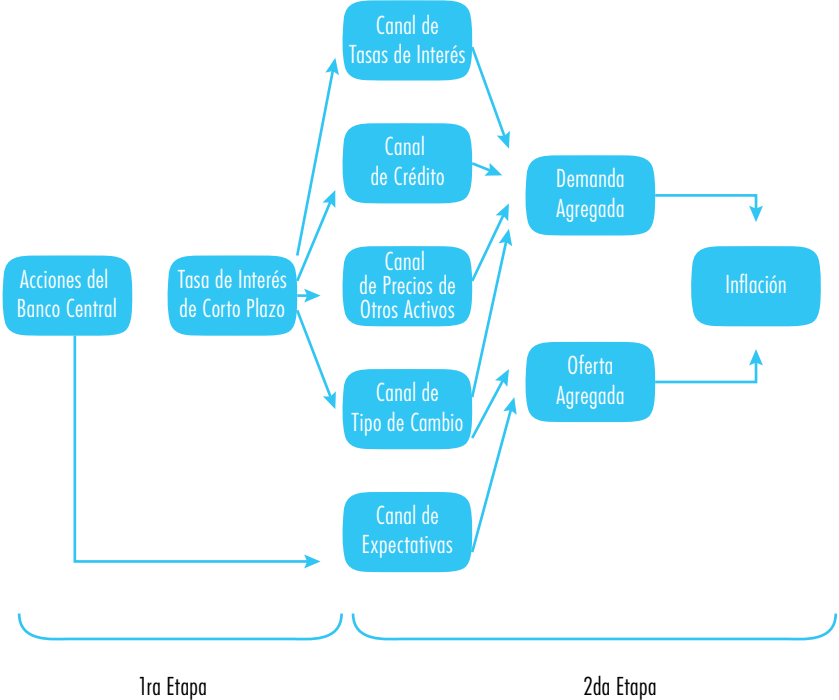
¹¹ La variación de los precios en la crisis de 1995 fue de 52%, comparado con un aumento de precios de 6.53 y 3.57% en 2008 y 2009, años en los que se manifiesta la crisis financiera internacional en nuestro país.

¹² “Estabilidad de precios como prerrequisito indispensable del crecimiento económico: la miopía de la política monetaria en México genera costos”, León (2010: 40). *El Observatorio Económico de México*, revista electrónica de la UAM, núm. 2, vol. 1, pp. 39-44, enero de 2010. <http://observatorio.azc.uam.mx>

¹³ Ver Mishkin (1995).

al sistema financiero, políticas monetarias y cambiarias, aperturas comerciales, organización industrial, el poder político de los diferentes grupos económicos, etcétera” (Ascencio, 2005: 270). En realidad no hay consenso sobre cómo el dinero ejerce su influencia en el sistema económico; para autores como Bernanke y Gertler (1995), el análisis empírico de los efectos de la política monetaria ha tratado el mecanismo de transmisión monetaria como si fuera una “caja negra”.

Cuadro 1
Mecanismo de transmisión de la política monetaria



Fuente: “Efectos de la política monetaria en la economía”, Banco de México, 2008.

La explicación resumida de los cuatro canales anteriormente señalados se encuentra en Mishkin (1995); aquí nos interesa plantear el mecanismo de transmisión de una política monetaria de carácter contractivo tomando como referencia a México.¹⁴ En el caso de nuestro país, las acciones del banco central

¹⁴ La exposición que realizamos aquí del canal de la tasa de interés y del canal del tipo de cambio se basa en un trabajo anterior, ver León León (2007).

van a afectar a la tasa de fondeo bancario que como se observa en el Cuadro 1, es la tasa de interés de corto plazo. Un aumento en la tasa de fondeo bancario se traducirá en el mercado de dinero en un aumento en la tasa de interés, que pasa de i_0 a i_1 , esto a su vez genera una reducción en la demanda de dinero de los agentes económicos (∇M^d); por lo tanto, el Banxico ajusta la oferta de base monetaria (∇M^s) al nivel correspondiente a la nueva demanda, de forma tal que se siga manteniendo el equilibrio del mercado de dinero, sólo que ahora con una tasa de interés más alta i_1 . “La tasa de interés afecta la evolución de las expectativas de inflación, que a su vez también influyen sobre la determinación de las propias tasas, reforzando el efecto de las acciones tomadas por el Banco Central” (Martínez, Sánchez y Werner, 2001: 35).

El ascenso en la tasa de interés provoca una reducción del gasto de los sectores sensibles a dicha tasa, entre los que se encuentran los gastos de inversión de los empresarios (I), la vivienda y el gasto de consumo en bienes duraderos (C), dado que la tasa de interés representa el precio pagado por el dinero prestado durante un periodo. Hasta aquí hemos hecho referencia a los efectos del endurecimiento de la política monetaria en lo que se refiere a los componentes del gasto interno de la demanda agregada, y como se observa en el primer canal (I) del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el decremento de la inversión hace que se genere un desequilibrio entre la inversión y el ahorro (S , que es la suma del ahorro interno y el ahorro externo), lo que implica que la demanda agregada sea ahora menor que la oferta agregada ($DA < SA$), con lo que se reduce tanto el nivel de la tasa de inflación como la tasa de crecimiento del producto (Y) y del empleo (N).

$$\text{I) } \Delta i \rightarrow \nabla M^d = \nabla M^s \rightarrow \nabla I, \nabla C \rightarrow I < S \text{ y } \therefore DA < SA \rightarrow \nabla P, \nabla Y, \nabla N.$$

El segundo canal (II) de transmisión de la política monetaria hace referencia a la importante relación que se va a establecer entre la tasa de interés y el tipo de cambio. En un artículo anterior analizamos que a raíz de la crisis económica de finales de 1994, la Comisión de Cambios establece un régimen cambiario de tipo de cambio flexible, que en la realidad normalmente ha funcionado como un régimen de flotación intervenida.¹⁵ Como veremos, bajo un régimen de libre flotación, el tipo de cambio está estrechamente ligado a las acciones emprendidas en materia de política monetaria. Considerando la competencia

¹⁵ Ver León (2008).

internacional por atraer flujos de capital, las autoridades monetarias de nuestro país se van a preocupar de que la tasa de interés interna sea mayor que la tasa de interés externa (i^*); el margen sobre la tasa externa debe de cubrir la variación cambiaria ($\frac{\Delta E}{E}$) y el riesgo país (i_r).¹⁶ Lo anterior se puede plantear conforme a la ecuación de la paridad de las tasas de interés, como: $i > i^* + \left(\frac{\Delta E}{E}\right) + i_r$.

Por lo tanto, para que nuestro país resulte atractivo a la inversión extranjera indirecta o de cartera, el rendimiento obtenido en activos internos como Cetes, Bondes y Udibonos debe de ser mayor al rendimiento obtenido en la compra de activos externos, como los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Por lo que, dada la tasa de interés externa y la tasa de riesgo país, el ascenso en la tasa de interés implica que se amplíe el margen entre el rendimiento obtenido en la inversión de activos internos en relación al que se obtiene en la compra de activos externos.

$$\text{II) } \Delta i \rightarrow i > i^* + \frac{\Delta E}{E} + i_r \rightarrow q_0^d < q_0^s \rightarrow \Delta IE \rightarrow \nabla E \rightarrow \Delta AI$$

En consecuencia, los agentes económicos reducen su demanda de activos internacionales y aumentan la demanda de activos internos. El aumento en la demanda de bonos internos implica en el mercado cambiario una caída en la demanda de dólares y un incremento en la demanda de pesos. La mayor captación de recursos del exterior hacia el país se ve reflejada en un incremento en la inversión extranjera (ΔIE) y en consecuencia, la oferta de dólares va a ser mayor que la demanda de dólares ($q_0^s > q_0^d$), el tipo de cambio se aprecia (∇E) y aumentan las reservas internacionales (ΔAI). En resumen, la mayor captación de recursos externos permite que se siga manteniendo un tipo de cambio sobrevaluado y que las reservas internacionales se sigan manteniendo en niveles históricos.

Por otro lado, de acuerdo con la teoría de la paridad del poder de compra, para un nivel dado de precios externos como P_0^* , la apreciación cambiaria juega un papel primordial en el control de los precios ($\nabla P = \nabla EP_0^*$). De lo anterior se deduce que, como ya lo han mostrado autores como Bailliu, Garcés Díaz, Kruger y Messmacher (2003), la evolución del tipo de cambio continúa siendo un factor muy importante para explicar la inflación.

¹⁶ El riesgo país se puede definir como el promedio mensual de la diferencia entre el rendimiento del bono del gobierno mexicano a 30 años (UMS26) y el rendimiento del Bono del Tesoro de Estados Unidos a 30 años.

Otro aspecto fundamental del segundo canal (II) de transmisión es la relación que se establecerá entre el tipo de cambio y las exportaciones netas. La apreciación cambiaria (∇E) se traducirá en una apreciación del tipo de cambio real¹⁷ (∇R) que abarata las importaciones (ΔIM) y encarece las exportaciones (∇X), lo que deteriora el saldo de la balanza comercial (∇XN). Por lo tanto, a través de este canal la demanda agregada también se ve reducida, lo que implica una menor presión sobre los precios.¹⁸

$$\text{II) } \nabla E \rightarrow \nabla R \rightarrow \Delta IM, \nabla X \rightarrow \nabla XN \text{ y } \therefore DA < SA \rightarrow \nabla P, \nabla Y, \nabla N.$$

El tercer canal (III) de transmisión de la política monetaria se asocia al precio de otros activos, concepto que ha sido señalado sobre todo por los monetaristas como Meltzer (1995); de acuerdo con Mishkin (1995), si se supone que los agentes económicos además de mantener activos financieros mantienen activos reales, los incrementos en las tasas de interés de corto plazo hacen más atractivos los bonos y disminuyen la demanda por acciones por ello el valor de mercado de las empresas disminuye. Si se reduce el valor de las empresas, éstas enfrentan mayores dificultades para la obtención de financiamiento, que obstaculiza la realización de nuevos proyectos de inversión y afectan a la demanda agregada y a los precios.

Otro impacto de las variaciones de la tasa de interés es el canal del crédito; a través de este canal se considera cómo las acciones del banco central afectan las decisiones de crédito de los bancos comerciales y cómo éstos tienen que considerar su estructura de activos y pasivos. Por lo tanto, una política monetaria de carácter contractivo se debe reflejar en el aumento de las tasas de interés activas que cobran los bancos comerciales, con lo que resultan afectadas las empresas y los agentes que dependen del financiamiento bancario para consumo e inversión que genera una reducción en la demanda agregada. De manera

¹⁷ Se define como el tipo de cambio nominal frente al dólar norteamericano, multiplicado por la relación entre el índice de precios externo (el de Estados Unidos) y el índice de precios interno (Índice Nacional de Precios al Consumidor de México).

¹⁸ Otra forma en que el tipo de cambio puede afectar el nivel de precios es a través de la oferta agregada. Los movimientos en E afectan directamente el costo de los insumos importados, por lo que las empresas pueden intentar transferir al consumidor dichos costos a través del precio de venta, implicando un desplazamiento en la curva de oferta agregada, ver Schwartz Rosenthal y Torres García, 2000: 7 y 8.

similar, una política monetaria laxa debería de reflejarse en el mejoramiento de las condiciones de crédito de los bancos comerciales a las empresas y a las familias. Sin embargo, en México el canal de crédito enfrenta una restricción muy importante en el sentido de que el sistema de banca comercial no es un mercado competitivo, es una estructura oligopólica, motivo por el que las decisiones de las autoridades monetarias no necesariamente se verán reflejadas en las condiciones bajo las cuales otorga crédito la banca comercial. Por lo anterior, es urgente que el gobierno tome medidas contundentes ante la estructura oligopólica del sistema bancario.

Como se puede deducir del análisis anterior, el aumento en la tasa de fondeo bancario (o su reducción) modifica los precios relativos tanto de los mercados financieros como del sector real de la economía. Las dos variables que juegan un papel fundamental en los canales de transmisión de la política monetaria son la tasa de interés y el tipo de cambio; los resultados obtenidos en el primer canal de transmisión son reforzados tanto por el segundo como por el tercer canal, lo hace que se ajusten hacia la baja las expectativas de inflación de los agentes económicos. Sin embargo, la reducción de la inflación que se obtiene a través de los distintos canales es acompañada por una caída tanto en los niveles de actividad económica como en la generación de empleo, que genera un costo social para la economía.

De acuerdo con el esquema actual de metas de inflación el Banco de México utiliza como instrumento principal de la política monetaria a la tasa de interés. Sin embargo, como analizamos antes, en realidad usa tanto a la tasa de interés de corto plazo como al tipo de cambio, lo anterior es muy claro si consideramos que ante la crisis financiera internacional de 2008 y 2009, la Comisión de Cambios¹⁹ intervino de manera agresiva en el mercado cambiario con el fin de evitar mayores presiones sobre el tipo de cambio que generaran alzas en la tasa de inflación. En efecto, como se puede observar en el Cuadro 2, la subasta de dólares realizada durante el periodo del 8 de octubre de 2008 al 30 de septiembre de 2009 ascendió a 30,913 millones de dólares, lo que representó, de acuerdo con datos del Banco de México, cerca del 37% de la reserva internacional acumulada a diciembre de 2008.

¹⁹ Integrada por el secretario y subsecretario de Hacienda y Crédito Público, otro subsecretario de dicha dependencia que designe el titular de ésta, el gobernador del Banco y dos miembros de la Junta de Gobierno que el propio gobernador designe, ver Artículo 21 de la *Ley del Banco de México*.

Cuadro 2
Subasta de dólares

	<i>Montos en millones de dólares</i>
Sin precio mínimo	10,250
Con precio mínimo	7,828
Ventas extraordinarias	11,000
Intervención directa	1,835
Total	30,913

Fuente: Banco de México.

Lo anterior significa que la política cambiaria está supeditada a la política monetaria y que el banco central está dispuesto a sacrificar reservas internacionales con el fin de conseguir su objetivo de controlar la inflación. Por lo que, como señalan Blanchard, Dell’Ariccia y Mauro (2010), los bancos centrales en pequeñas economías abiertas deben reconocer que la estabilidad del tipo de cambio es parte de su función objetivo.

También ha jugado un importante papel para reducir la tasa de inflación, y que no se considera de manera explícita en el mecanismo de transmisión de la política monetaria, es el control de los incrementos al salario nominal. Los ajustes al salario nominal realizados en los contratos salariales de los trabajadores normalmente son menores o iguales a las expectativas de inflación, lo que afecta al salario real, acentuando el deterioro del mercado laboral.

Por otra parte, la recuperación económica que se ha observado en lo que va de 2010 se asocia obviamente a la reactivación de la economía de Estados Unidos, dada la alta dependencia de nuestro país hacia esa nación. Sin embargo, se trata de una recuperación extremadamente desequilibrada en el sentido de que: hay un rebote en los mercados accionarios, no hay bases sólidas para invertir en renta variable y los mercados reales son muy frágiles. Las actividades especulativas no hacen más que agravar la situación de los mercados, con el resultado de que la riqueza se sigue concentrando en unos cuantos. Una cifra que refleja parte de la situación anterior es que, de acuerdo con datos del Banxico, en México de 2008 a 2009, la Inversión Extranjera Directa se contrae 51% (de 23.2 mil millones de dólares a 11.4 mmd), mientras que la inversión financiera aumentó de 4.8 mil millones de dólares a 15.2 mil millones en 2009.

CONCLUSIONES

El ascenso en la tasa de fondeo bancario de corto plazo, junto con la apreciación del tipo de cambio real, se convierten en los dos instrumentos de control de las autoridades monetarias, lo que genera un proceso de ajuste que se traduce en cambios en los precios relativos. En una primera etapa los ajustes afectan al mercado financiero, la variación en la tasa de interés de referencia modifica la estructura de las tasas de interés de corto y de largo plazos, lo que aunado a la variación del tipo de cambio y el impacto sobre el precio de los títulos financieros, genera un proceso de propagación que afecta a los mercados del sector real de la economía, alterando la riqueza real de los agentes económicos e impactando de manera negativa al mercado interno. Por lo tanto, la política monetaria sí influye en el comportamiento tanto de las variables nominales como de las variables reales.

Las altas tasas de interés internas atraen inversión extranjera especulativa, con lo que el tipo de cambio se mantiene sobrevaluado, lo que favorece a la inflación, y el Banco de México acumula divisas. Sin embargo, este tipo de política que promueve la estabilidad macroeconómica, sobre todo en lo que se refiere al funcionamiento de los mercados financieros y de capitales, tiene efectos recesivos sobre el sistema económico, dado que genera un impacto negativo en la inversión productiva y se estimula la compra de importaciones, lo que es contraproducente a la generación de empleo.

Ante la gravedad de la crisis financiera internacional de 2008, que tuvo su epicentro en Estados Unidos, los gobiernos de distintos países se vieron en la necesidad de intervenir en el sistema económico aplicando políticas económicas de carácter expansivo, con lo que reviven las políticas keynesianas en un intento de estabilizar las economías. Sin embargo, en el caso de nuestro país, el gobierno encabezado por el presidente Felipe Calderón continúa aplicando medidas inspiradas en la Nueva Síntesis Neoclásica, que constituye la versión moderna de las ideas del neoliberalismo económico de la década de los setenta; bajo este enfoque teórico la política fiscal juega un papel muy limitado, mientras que la política monetaria tiene como objetivo central mantener la estabilidad de los precios y con este propósito el Banco de México interviene en el mercado de dólares, por lo que la política cambiaria queda supeditada a la política monetaria.

BIBLIOGRAFÍA

- Ascencio Pérez, Iris, “Un análisis sobre los canales de transmisión de la política monetaria en México”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, UNAM-FES Acatlán-Cámara de Diputados, 2005, pp. 265-293.
- Correa, Eugenia, “Reforma financiera en México”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (coords.), *Economía financiera contemporánea*, México, Miguel Ángel Porrúa, T. IV, 2004, pp. 141-180.
- Bailliu, J., D. Garcés Díaz, M. Kruger y M. Messmacher, “Explicación y predicción de la inflación en mercados emergentes: el caso de México”, en documento núm. 2003-3, Serie *Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, febrero, 2003.
- Bernanke, Ben S. and Mark Gertler, “Inside the Black Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission”, en *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 27-48.
- Blanchard, Olivier, *Macroeconomía*, 4ª ed., España, Pearson Prentice Hall, Traduc. Esther Rabasco Espáriz, 2006.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia y Paolo Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy”, en *International Monetary Fund*, 12 February 2010, pp. 1-18.
- Cantillon, R., *Ensayo sobre la naturaleza del comercio en general*, México, FCE, 1ª reimpresión en español, 1978 (1755).
- Clarida, Richard, Jordi Galí y Mark Gertler, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, en *Journal of Economic Literature* 37, 1999, pp. 1661-1707.
- Frisch, Ragnar, “Propagation Problems and Impulse Problems in Dynamic Economics”, en *Economic Essays in Honor of Gustav Cassel*, Gran Bretaña, Ed. Frank Cass and Co. London, 1933.
- Friedman, M., “The Role of Monetary Policy”, en *American Economic Review*, March 1968, num. 58, pp. 1-17.
- Goodfriend, Marvin y Robert G. King, “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, en *NBER Macroeconomics Annual* 12, 1997, pp. 231-283.
- Hawtrey, Ralph G., “El ciclo económico”, en Victor L. Urquidi, *Ensayos sobre el ciclo económico*, traduc. al español, México, Fondo de Cultura Económica, 1949 (1928).

- Hayek, F. A., *Prices and Production*, Great Britain, University of London, 1932 (1931).
- Hume, D., “Of Money”, en *Money and Banking*, A.A. Walters, Harmondsworth: Penguin, 1752.
- León León, Josefina, “La estabilidad macroeconómica en México y el papel del mecanismo de transmisión de la política monetaria”, en *Análisis Económico*, núm.51, México, UAM-Azcapotzalco, Tercer Cuatrimestre de 2007, pp. 29-58.
- _____, “El observatorio económico de México”, en *Revista Electrónica de la UAM*, núm. 2, vol. 1, enero de 2010, disponible en: <<http://observatorio.azc.uam.mx>>.
- _____, “La mano invisible del mercado y la intervención del gobierno en la evolución de las políticas monetaria y cambiaria: el caso de México durante el periodo 1995-2005”, en *Análisis Económico*, núm. 53, México, UAM-Azcapotzalco, Segundo Cuatrimestre de 2008, Vol. xxiii, pp. 111-142.
- Ludlow Wiechers, Jorge y Josefina León León, “Efectos de la política monetaria sobre los precios, la producción y el empleo: México, 1986-2005”, en *Investigación Económica*, vol. LXVII, 266, octubre-diciembre de 2008. pp. 95-134.
- Keynes, J. M., *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, FCE, 1984 (1936).
- Mankiw, Gregory, *Macroeconomía*, España, Antoni Bosch, 2006.
- Martínez, L., O. Sánchez y A. Werner, “Consideraciones sobre la conducción de la política monetaria y el mecanismo de transmisión en México”, en *Serie Documentos de Investigación del Banco de México*, Dirección General de Investigación Económica, documento núm. 2001-2, marzo, 2001.
- McCallum, Bennett T. y Edward Nelson, “An Optimizing IS-LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis”, en *Journal of Money, Credit and Banking*, num. 31, 1999, pp. 296-316.
- Meltzer, Allan H., “Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 49-72.
- Mishkin, Frederic S., “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, num. 4-Fall, 1995, pp. 3-10.
- Poole, William, “Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model”, en *Quarterly Journal of Economics* 84, 1970, pp. 197-216.
- Patinkin, D., *Money, Interest and Prices*, USA, Massachusetts Institute of Technology, 1989 (1965).

- Romer, David, “Keynesian Macroeconomics without the LM Curve”, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14, num. 2-Spring 2000, pp. 149-169.
- Schwartz Rosenthal, M. J. y A. Torres García, “Expectativas de inflación, riesgo país y política monetaria en México”, en Serie *Documentos de Investigación del Banco de México*, documento núm. 2000-6, Dirección General de Investigación Económica, diciembre 2000.
- Schmidt-Hebbel, K. y A. Werner, “Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate”, en Central Bank of Chile, Working Paper, num. 171, July 2002.
- Snowdon, B. y H. R. Vane, *Modern Macroeconomics. Its Origins, Development and Current State*, Massachusetts, USA, Edward Elgar Publishing Limited, 2005.
- Svensson, Lars E. O., “Open Economy Inflation Targeting”, en *Journal of International Economics*, num. 50, 2000, pp. 117-153.
- Taylor, John B., “Discretion versus Policy Rules in Practice”, en *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 1993, pp. 195-214.
- Walsh, Carl E., *Monetary Theory and Policy*, London, England, the MIT Press, 2003.
- Woodford, Michael, *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, USA, Princeton University Press, 2003.

IV
EFECTOS DE FLUJOS-ACERVOS
DE LAS POLÍTICAS FISCAL Y MONETARIA
EN MÉXICO

Violeta Rodríguez

RESUMEN

La matriz de flujos-acervos vincula las transacciones corrientes con las variaciones de acervos movilizados por ellas, garantizando la consistencia contable de los resultados. Este documento describe el comportamiento que tuvieron esos balances, calculados con los valores para los últimos treinta años, de los indicadores del desenvolvimiento económico de México. Se presenta la periodización de dicho comportamiento y se caracterizan las etapas que derivan de la misma, enumerando las tendencias relevantes del comportamiento mencionado, así como las medidas específicas de política monetaria y de finanzas públicas que aplicó el gobierno mexicano en cada una de esas etapas, con el propósito de identificar sus posibles fuentes de influencia sobre el desenvolvimiento de los balances de flujos-acervos.

Palabras clave: economía pública y matriz de insumo producto.

THE EFFECT OF STOCK-FLOWS ON FISCAL AND MONETARY
POLICY IN MEXICO

ABSTRACT

The stock-flow model links ongoing transactions with stock variations affected by them, guaranteeing that results will be consistent. This document describes how these balances behaved, calculated using values from the last 30 years, taken from economic development indicators in Mexico. This behavior is broken into time periods, which are described in this work, listing tendencies relevant to the mentioned behavior as well as specific monetary policy and public finance measures that the Mexican government implemented in each phase. This work seeks to identify possible sources of influence on the development of stock-flow balances.

Key words: public economy and input-product model.

INTRODUCCIÓN

La matriz de flujos-acervos es un esquema teórico que vincula las transacciones corrientes con las variaciones de acervos movilizados por ellas, garantizando la consistencia contable de los resultados. En un planteamiento simple que incluye al sector privado no financiero, gobierno, bancos y resto del mundo, puede representarse como en el Cuadro 1.

Cuadro 1
Esquema teórico de la matriz de flujos-acervos

Sector/Concepto	1. Gobierno	2. Sector privado	3. Bancos	4. Resto del mundo	Total	
Balances de flujos	1. Ingresos	Ingreso presupuestal (YG)	Ingreso privado (YP)	– Ingresos externos (YE)	PIB (Y)	
	2. Gastos	– Gasto presupuestal (GG)	– Gasto privado (GP)	Gastos en el exterior (GE)	– PIB (Y)	
Balances de acervos	3. Pasivos	Deuda pública (DG) + base monetaria (H) + crédito interno neto (CIN)	Financiamiento bancario al sector privado (FB)	Depósitos del sector privado (AP) + Depósitos del exterior (AE)	Reserva internacional (R)	Pasivos netos (PN)
	4. Activos	– Reserva internacional (R)	– Base monetaria (H) – Depósitos del sector privado (AP)	– Deuda Interna pública (DIG) – Financiamiento bancario al sector privado (FB) – Crédito interno neto (CIN)	– Depósitos del exterior (ae) – deuda externa pública (DEG) = Cuenta de capitales (CK)	Activos netos (AN)
Flujos-acervos	5. Variación de flujos acervos	Balance presupuestal (BG) – deuda pública (DG)	Balance privado (BP) – deuda privada (DP)	Deuda bancaria (DB)	Cuenta corriente (CC) – Deuda externa (DE)	0
Total		0	0	0	0	

La consistencia contable de la matriz implica que la suma de sus columnas es nula, y la de sus filas es el agregado de todos los sectores institucionales. De esas sumas resultan los balances del Cuadro 2.

Este documento describe el comportamiento que tuvieron esos balances, calculados con los valores para los últimos treinta años de los indicadores del desenvolvimiento económico de México señalados en el Cuadro 3. Asimismo, periodiza dicho comportamiento y caracteriza las etapas que derivan de esa periodización, ennumerando las tendencias relevantes del comportamiento mencionado, así como las medidas específicas de política monetaria y de finanzas públicas que aplicó el gobierno mexicano en cada una de esas etapas, con el

Cuadro 2
Balances que derivan de la matriz de flujos-acervos

<i>Blances de flujos</i>	<i>Resultado de sumar</i>	<i>Balances de acervos</i>	<i>Resultado de sumar</i>
$BG = YG - GG$	Balance presupuestal	Las dos filas de flujos para cada sector institucional	Las dos filas de acervos
$BP = YP - GP$	Balance privado	La primera fila	Deuda pública
$CC = YE - GE$	Cuenta corriente	La segunda fila	Deuda privada
$Y = GG + GP + GE$	Demanda agregada		Deuda bancaria
$Y = YG + YP + YE$	Ingreso agregado		Deuda externa

Cuadro 3
Indicadores usados para calcular los balances de flujos-acervos

<i>Indicador</i>	<i>Fuente</i>
YG = Ingresos del Sector Público Presupuestario	
GG = Gasto del Sector Público Presupuestario	Estadísticas Oportunas de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público
DIG = Deuda Interna del Sector Público Presupuestario	
DEG = Deuda Externa del Sector Público Presupuestario	
Y = Producto Interno Público	Banco de Información Económica del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática
YE = Exportaciones de bienes y servicios	Balance de pagos de las Estadísticas de Política Monetaria e Inflación del Banco de México
GE = Importaciones de bienes y servicios	
FB = Financiamiento al sector privado no financiero	Informe Anual del Banco de México
R = Reserva Internacional	Activos Internacionales en los Agregados Monetarios y Flujo de Fondos de las Estadísticas de Política Monetaria e Inflación del Banco de México
H = Base monetaria	Agregados Monetarios y Flujo de Fondos de las Estadísticas de Política Monetaria e Inflación del Banco de México
AP = Ahorro privado	Diferencia entre el agregado monetario M2 y la Base Monetaria reportada en los Agregados Monetarios y Flujo de Fondos de las Estadísticas de Política Monetaria e Inflación del Banco de México
AE = Ahorro de no residentes	Diferencia entre los agregados monetarios M4 y M2 reportados en los Agregados Monetarios y Flujo de Fondos de las Estadísticas de Política Monetaria e Inflación del Banco de México
CIN = Crédito interno neto	Diferencia R-H
GP = Gasto Privado	Diferencia Y - GG - GE
YP = Ingreso Privado	Diferencia Y - YG - YE

objetivo de identificar sus posibles fuentes de influencia sobre el desenvolvimiento de los balances de flujos-acervos.

El esfuerzo descriptivo antes señalado se justifica porque el uso de los balances de flujos-acervos no es generalizado ni cotidiano en el análisis macroeconómico de México. Ello no se debe a la falta de consistencia teórica o de resultados relevantes del instrumento analítico referido; por el contrario, los balances de flujos-acervos han sido un tema recurrente entre los representantes del enfoque poskeynesiano, quienes han desarrollado sus fundamentos teóricos y aplicaciones más populares.

Ese interés se debe a que de los balances derivan, por lo menos, tres resultados de utilidad práctica; por un lado, su cálculo implica someter a los datos macroeconómicos al rigor de la consistencia contable, haciendo más confiables los estudios basados en esos datos (denominados contablemente consistentes o simplemente consistentes); por otro lado, posibilita la selección endógena de las variables relevantes para el análisis macroeconómico, al ser esa selección uno de los resultados del diseño del instrumento, más que una decisión arbitraria del macroeconomista y, finalmente, permite eliminar lo que Goodley bautizó como hoyos negros de la macroeconomía.

Conviene aclarar que, pese a su vínculo con el poskeynesianismo, la técnica contable involucrada en el cálculo de los balances de flujos-acervos, tiene validez universal, no así los balances en sí mismos, lo cual constituye una de las causas de que no hayan tenido un uso masivo, pues ello contrasta con la práctica reciente de la ciencia económica, consistente en utilizar los instrumentos teóricos disponibles solamente cuando se clasifican como universalmente aplicables.

En efecto, el diseño de ese instrumento teórico ha sido un proceso más dinámico del acostumbrado, resultando en la falta de un planteamiento único aplicable a toda economía, todo periodo y todo objetivo como sí ocurre, por ejemplo, con el Sistema de Cuentas Nacionales. Por el contrario, existen diversas versiones de los balances de flujos-acervos, una para cada análisis contablemente consistente. Esas versiones difieren, específicamente, en el nivel de agregación de la información que recogen, el cual se determina con base en múltiples consideraciones, que van desde la concepción que tiene el macroeconomista sobre su objeto de estudio, hasta la necesidad de explicar aspectos específicos de una economía y periodo en particular, pasando por argumentos relacionados con la disponibilidad de información.

Lo expuesto hasta aquí deja claro que la elaboración de los balances de flujos-acervos comienza con el diseño mismo del instrumento, el cual se basa, a su vez, en el conjunto de hipótesis sobre el desempeño de la macroeconomía que se representará en los balances, mismas que se reflejan en uno o más asientos contables de la matriz de flujos-acervos o bien en la falta de esos asientos.

Así por ejemplo, en el esquema presentado en el Cuadro 1, que es de diseño propio, la primera hipótesis evidente es que para analizar la macroeconomía mexicana los agentes económicos del país pueden clasificarse en alguno de los siguientes cuatro grupos: gobierno, bancos, sector privado no financiero y resto del mundo. Otra hipótesis evidente, es que la actividad económica de los bancos queda adecuadamente reflejada en los movimientos de los acervos de esas instituciones.

Ahora bien, la información que no se encuentra explícitamente especificada en el esquema analítico, no es omitida, puesto que de no incluirse, no podría lograrse la consistencia contable; por el contrario, dicha información se considera pero agregada con el resto de los datos. En el caso de los bancos antes citado, los flujos están sumados a los del sector privado no financiero.

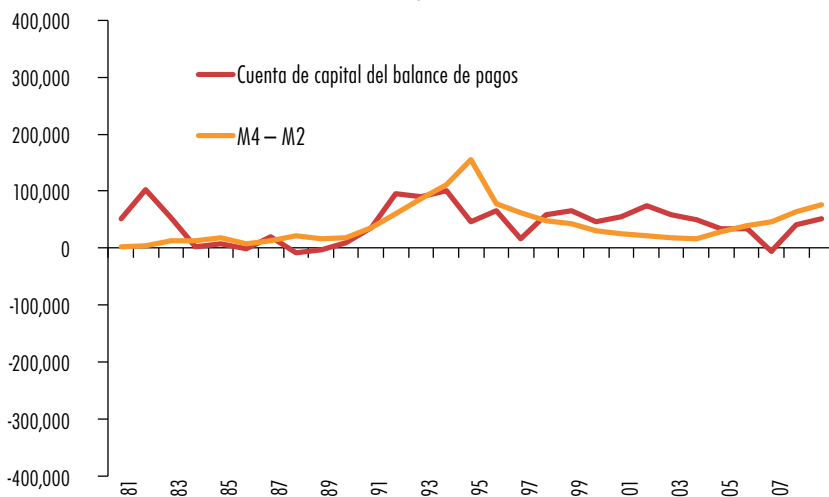
No se especifican en esta introducción todas las hipótesis usadas al diseñar el balance de flujos-acervos descrito en el Cuadro 1, porque se vuelven obvias al leer con detalle ese instrumento analítico; en su lugar, resulta más interesante abundar sobre el tipo de consistencia contable que es posible lograr, al filtrar la información mediante los balances de flujos-acervos. El mejor ejemplo de esa consistencia es el saldo de la cuenta de capitales que se encuentra señalado en el Cuadro 2. En la Gráfica 1, puede verse la doble contabilización que resulta factible hacer de ese balance. La primera es la más comúnmente utilizada y proviene del Balance de Pagos; no obstante, al lograrse la consistencia contable del cálculo, el comportamiento de ese balance coincide con el que tuvo la variación anual de los activos netos que el resto del mundo tiene depositados en el sistema bancario del país, contabilizándolos como la variación anual de la diferencia entre los agregados monetarios M_4 y M_2 .

La consistencia contable implica esa misma coincidencia entre la cuenta de capitales y las variaciones de los depósitos bancarios netos de todos los sectores institucionales; sin embargo, debido a la disponibilidad de información, resulta imposible verificarla para el gobierno y el sector privado no financiero, pues para estos últimos no se contabiliza de manera cotidiana la cuenta de capitales.¹

Pero la utilidad del cálculo de los balances de flujos y acervos, así como de su descripción detallada, no se limita a que ese esfuerzo se realiza sobre datos que son contablemente consistentes, sino que se extiende a la posibilidad de

¹ Específicamente el Sistema de Cuentas Nacionales de los sectores institucionales que publica el Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática con frecuencia anual contiene datos de la cuenta de capitales de todos los sectores institucionales, pero solamente para el periodo 1993-2008.

Gráfica 1
Acervos externos netos, 1980-2008
(Millones de pesos de 1993)



eliminar el hoyo negro que significa para el análisis macroeconómico, limitarse a estudiar el desenvolvimiento de los flujos, sin considerar el de los acervos; ese hoyo negro deja de existir porque la función más importante de dichos balances consiste, precisamente, en aclarar el vínculo entre los flujos y las variaciones de acervos, especificando quién se beneficia de la acumulación de capital.

Se encuentra en esta última posibilidad, otra de las causas de que el uso de los balances de flujos-acervos no se haya generalizado. Dada la capacidad que tienen esos balances para descubrir la acumulación de acervos involucrada por los flujos, esos instrumentos analíticos han sido usados principalmente por enfoques económicos opuestos al planteamiento neoclásico.

Una de las conclusiones fundamentales de dicho planteamiento es precisamente la imposibilidad de acumular acervos en el libre-mercado y en el largo plazo. Para ese enfoque teórico, en todo caso, la existencia de dicha acumulación solamente puede tomarse como una prueba de la intervención inadecuada de algunos agentes económicos (como la realización de actividades productivas por el gobierno) o de la existencia de reglas deficientes, incapaces de eliminar comportamientos o estructuras que no son de libre-mercado (como los monopolios). En tal caso, sin embargo, la acumulación se considera una desviación de corto plazo respecto al equilibrio de largo plazo y, por consiguiente, con tendencia a desaparecer del análisis relevante (cuando los agentes económicos responsables corrijan su comportamiento), que es precisamente el de largo plazo. De ello se desprende que, para ese planteamiento teórico, hoy en día dominante, la acu-

mulación de acervos no existe o, en su defecto, no merece estudiarse y mucho menos dimensionarse, validando que el análisis macroeconómico se concentre exclusivamente en el estudio de los flujos.

Uno de los efectos prácticos de las conclusiones antes descritas es la amplia disponibilidad de descripciones del desenvolvimiento de los flujos, que son los balances más utilizados, incluyendo en el mejor de los casos, la descripción de algunos de los rubros que integran el balance de acervos, como la base monetaria o la reserva internacional; comúnmente sin embargo, estos últimos indicadores se incorporan de manera incidental y sin verificar la consistencia contable de los datos utilizados, provocando que el esfuerzo realizado en tal caso, sea incompleto y poco confiable.

Solamente al integrar los balances de flujos-acervos puede evitarse el hoyo negro antes mencionado usando datos contablemente-consistentes y, al eliminarse, se vuelve clara la acumulación de acervos involucrada, de existir esta última. Ha sido el enfoque poskeynesiano, el que ha realizado ese trabajo de integración pero principalmente para la economía estadounidense y algunas otras desarrolladas.

La contribución de este documento consiste en realizar ese esfuerzo para el caso de la economía mexicana, describiendo el comportamiento que tuvieron durante los últimos treinta años, las variables involucradas en los balances de flujos-acervos del país mencionado. Adicionalmente, el documento detalla las medidas específicas de política económica que aplicó el gobierno mexicano en el periodo de estudio, con el propósito de aclarar el vínculo que tuvieron con el comportamiento señalado.

La hipótesis central de la descripción es que el desenvolvimiento macroeconómico que tuvo México en el periodo referido, solamente puede explicarse al comprender el comportamiento de: *a*) los balances de flujos, que son los que tradicionalmente se describen al narrar el desenvolvimiento macroeconómico de los países; específicamente, el balance presupuestal y de la cuenta corriente; siendo menos común en las descripciones macroeconómicas convencionales, el análisis del balance de flujos del sector privado no financiero; *b*) los balances de acervos que comúnmente no se incorporan a la descripción del desenvolvimiento macroeconómico, a pesar de que reflejan los efectos de los flujos y lo que es más importante, evidencian el resultado del desenvolvimiento macroeconómico, al dar cuenta del comportamiento de la acumulación de acervos. Cuando esa acumulación se estudia por grupos de agentes económicos, puede verse claramente cuál de esos grupos fue el que se benefició del desenvolvimiento macroeconómico y, finalmente, *c*) las medidas de política económica específicas que contribuyeron a movilizar o inmovilizar flujos y acervos.

Otra hipótesis relevante es que, en el caso de la macroeconomía mexicana, el desenvolvimiento de los acervos refleja la evolución que tuvo la financiarización² del país, porque propició que la acumulación de activos se concentrara en el sector bancario y, como contraparte, la acumulación de deudas en el sector privado no financiero. Como, además, ese comportamiento estuvo influido e inclusive en algunos periodos, motivado por las medidas de política fiscal y monetaria aplicadas, la propia financiarización del país ha sido el resultado de dichas políticas.

Si bien no hay ninguna regla que señale a la financiarización como un proceso indeseable, lo evidente es que ha traído aparejada mayor inestabilidad financiera y menores estándares de crecimiento económico, con generación de empleos inferior al requerimiento que tiene aparejada la tasa de crecimiento poblacional, resultando en el desempleo al que han sido condenadas las mayorías. La urgencia que ello implica vuelve imprescindible reconocer la contribución que ha tenido en ello la política económica. Al hacerlo se vuelve pertinente la última parte de este documento, pues describe un conjunto de recomendaciones de política económica de aplicación viable y útiles para limitar los efectos indeseables de la financiarización.

Hipótesis adicionales de la descripción son las siguientes: *a*) el balance de acervos no solamente es el indicador que refleja el desenvolvimiento de la financiarización mexicana, sino es el que mejor lo hace, porque evidencia las ganancias crecientes para el sector financiero en que se ha traducido dicha financiarización; *b*) los balances de acervos y flujos se retroalimentan, de tal forma que la explicación del desenvolvimiento de uno de ellos no queda completa si no se revisa lo que ocurrió con el otro y *c*) los cambios que han experimentado los flujos y acervos de la economía mexicana en el periodo de estudio, por su parte, han estado influidos e inclusive motivados, por las medidas específicas de política monetaria y fiscal que ha aplicado el gobierno mexicano en ese lapso.

LOS BALANCES DE FLUJOS Y LOS BALANCES DOMÉSTICOS DE ACERVOS

Durante los últimos treinta años, los balances de flujos han tendido claramente, a su equilibrio, influidos por la política económica contractiva que ha venido aplicando el gobierno. A continuación se describe con detalle esa tendencia al

² Entendida como el “patrón de acumulación en el cual la ganancia se genera crecientemente mediante canales financieros, más que a través del intercambio y la producción de mercancías” (Krippner [2005]: 174).

equilibrio por sector institucional y se ennumeran las estrategias económicas asociadas a dichas tendencias.

Los balances de flujos y las políticas de ingresos y gastos públicos

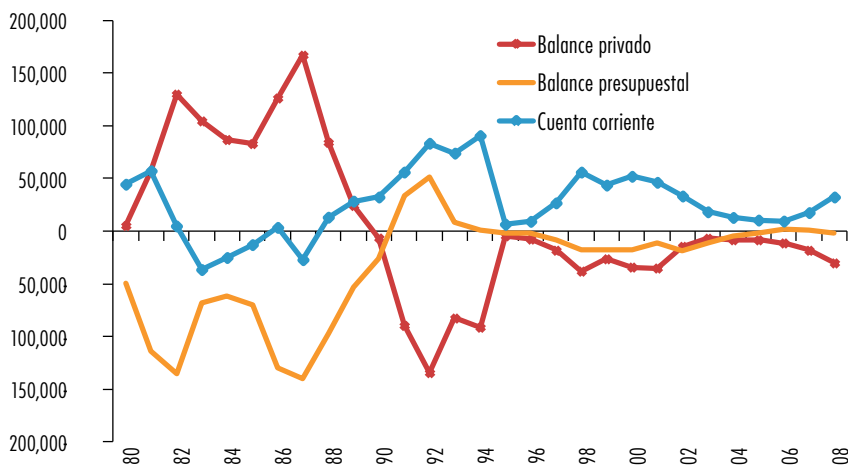
Bajo la premisa de que el crecimiento de la producción es el resultado automático de la apertura comercial, el gobierno adoptó la estabilidad como el objetivo más importante de su política macroeconómica, desde la crisis cambiaria de los setenta. En materia de la hacienda pública, ese objetivo significó llevar al equilibrio a las finanzas públicas mediante:

- **La reducción del gasto público**, que cayó a los niveles más bajos de su historia en 1994, después de que el gobierno privatizó a las empresas paraestatales, principal destino de las erogaciones públicas. Para tener éxito en esa tarea, el propio gobierno volvió rentables a las empresas públicas, al incrementar por decreto, los precios de los bienes que producían, a niveles sin precedentes. El costo de ese ajuste, fueron los fuertes y persistentes fenómenos inflacionarios que enfrentó el país durante toda la década de los años ochenta, que pudieron controlarse hasta el término de dicho proceso de ajuste. En adelante, el gobierno indexó el gasto a los ingresos gubernamentales.³
- **El fortalecimiento de los ingresos públicos no petroleros**, mediante la creación de más impuestos y actualización de las tasas de los impuestos que no se aplican al comercio exterior y que no están sujetas a coordinación fiscal internacional. Esas medidas permitieron que, entre 1988 y 1995, los ingresos del gobierno se colocaran por encima de sus gastos, generando un superávit presupuestal que tuvo como contraparte el déficit del balance de flujos del sector privado y el superávit de la cuenta corriente (Gráfica 2), los cuales derivaron de:
- **La desaceleración de la producción asociada al ajuste del déficit público**, cuya reducción más profunda coincidió con el periodo de mayor recesión (Gráfica 3).⁴ Esa desaceleración influyó en el superávit corriente porque disminuyó las importaciones, y en el déficit privado, porque derivó en una pérdida de empleos que redujo los ingresos privados.

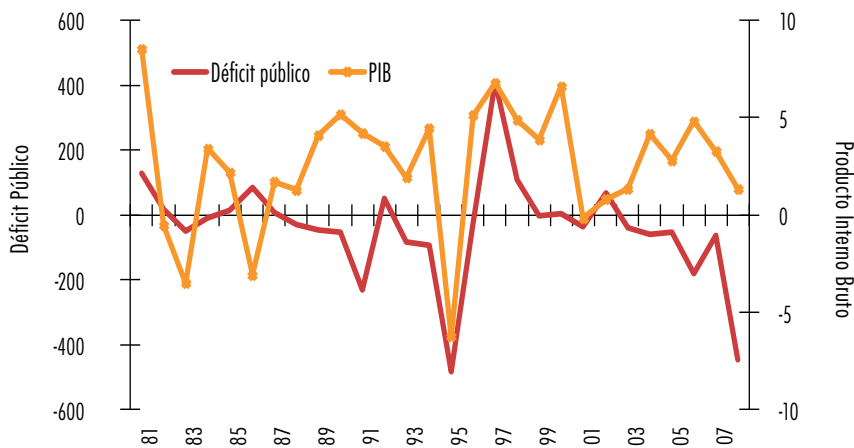
³ Por obligación legal desde 2009, según señala el Artículo 17 de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

⁴ Todas las gráficas son de elaboración propia con datos de las fuentes estadísticas.

Gráfica 2
Balance de flujos por sectores institucionales, 1980-2008
(Millones de pesos de 1993)



Gráfica 3
Tasas de crecimiento real del déficit público y PIB, 1981-2008
(Porcentajes)

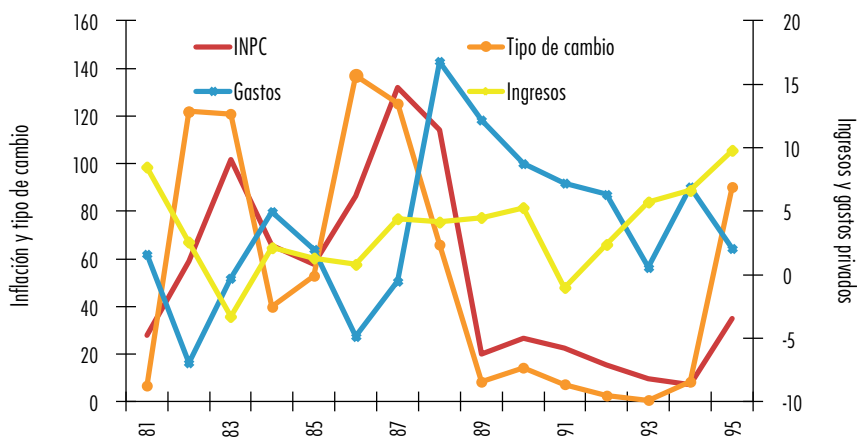


- **El impulso inflacionario de las devaluaciones** que registró el peso en el periodo de referencia, el cual exacerbó el crecimiento que ya estaba experimentando la inflación por el ajuste de los precios oficiales. Ese aumento no pudo ser contrarrestado por los trabajadores porque aceptaron incrementar sus salarios menos que la inflación en la concertación social que el gobierno impulsó como parte de su programa antiinflacionario, posibilitando la

transferencia a los empresarios domésticos, de los ingresos que los asalariados dejaron de obtener. Como la concertación comprometió también a los productores a mantener los aumentos de los precios de sus mercancías por debajo del crecimiento del tipo de cambio y las tasas de interés, esa estrategia afectó la posición de los ingresos de los empresarios no financieros frente a los ingresos de los tenedores de dólares y valores.

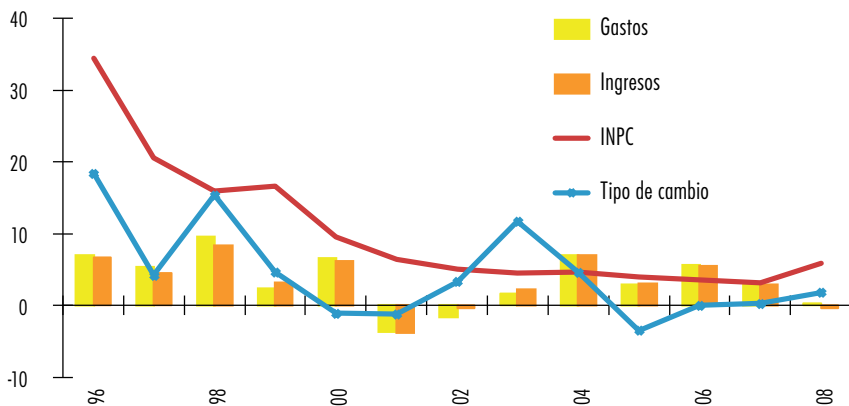
El resultado de lo anterior fue que los ingresos privados no aumentaron igual que los precios y, por el contrario, el gasto privado sí lo hizo; otra consecuencia fue que los ingresos privados absorbieron el costo de la devaluación (Gráfica 4). Con ello, dichos ingresos privados disminuyeron por debajo del gasto privado, mientras que las transferencias financieras al exterior se incrementaron.

Gráfica 4
Tasas de crecimiento del INPC, tipo de cambio, los ingresos y gastos privados reales, 1981-1995
(Porcentajes)



Conforme la inflación y las variaciones cambiarias se fueron moderando, el balance privado de flujos comenzó a enfilarse hacia su equilibrio; no obstante, hasta 2002 mantuvo un saldo negativo más bajo que el déficit público, reflejando así que estaba pagando la mayor parte del costo del superávit externo, aunque seguía compartiendo esa responsabilidad con el sector público; por su parte, la inflación y el tipo de cambio se estabilizaron, la producción no experimentó crecimiento y, al mismo tiempo, los balances de flujos de los sectores institucionales domésticos alcanzaron su equilibrio (Gráfica 5), permaneciendo ahí hasta la actualidad, por la estrategia de indexar el gasto a los ingresos públicos.

Gráfica 5
Tasas de crecimiento del INPC, del tipo de cambio, los ingresos y gastos privados reales, 1996-2008 (Porcentajes)



La cuenta corriente, por su parte, volvió a ser superavitaria desde 2006, porque la falta de crecimiento de la producción ha mantenido deprimidas las importaciones. Como el déficit del sector público siguió en equilibrio, el balance de flujos privado compensó todo el superávit en cuenta corriente, al caer a cero la tasa de crecimiento de los ingresos privados. Esa caída fue el reflejo de la falta de creación de empleos que derivó de la ausencia de crecimiento de la producción, así como de que la actualización salarial no compensó la inflación observada.

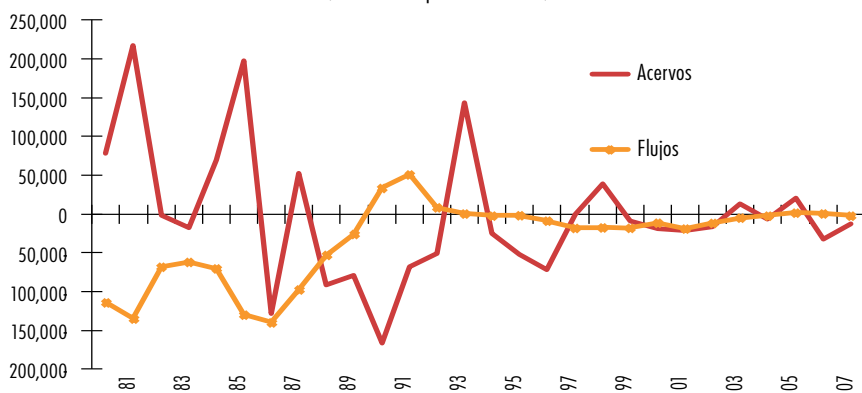
Los balances de acervos y la política monetaria

Si bien la tendencia al equilibrio se reflejó en las variaciones de los acervos, no impidió el creciente endeudamiento del sector privado no financiero, que alcanzó su mayor nivel de los últimos cincuenta años. Si bien como contraparte, el endeudamiento público ha sido moderado, muestra una clara tendencia creciente que comienza a volverse preocupante. El reflejo de todo lo anterior es la tasa de ganancia real creciente para el sector financiero. A continuación se describe el desenvolvimiento que tuvieron los balances de acervos por sector institucional, enumerando las medidas de política económica asociadas a la descripción.

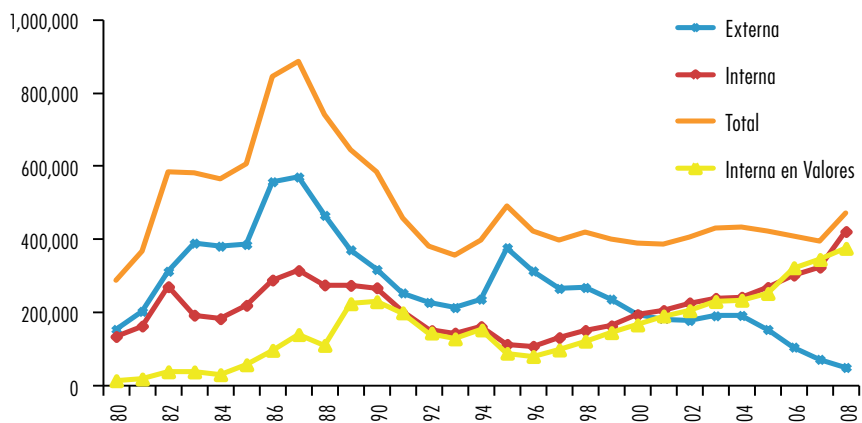
El balance de acervos del gobierno

La situación deficitaria que tuvo el balance de flujos del gobierno hasta 1989, fue financiada por el creciente endeudamiento neto que experimentó su balance de acervos (Gráfica 6), el cual llevó al saldo de la deuda pública a los niveles más altos de su historia (Gráfica 7). Por su parte, la base monetaria, reservas y crédito interno neto, experimentaron fluctuaciones alrededor de una tendencia constante (Gráfica 8).

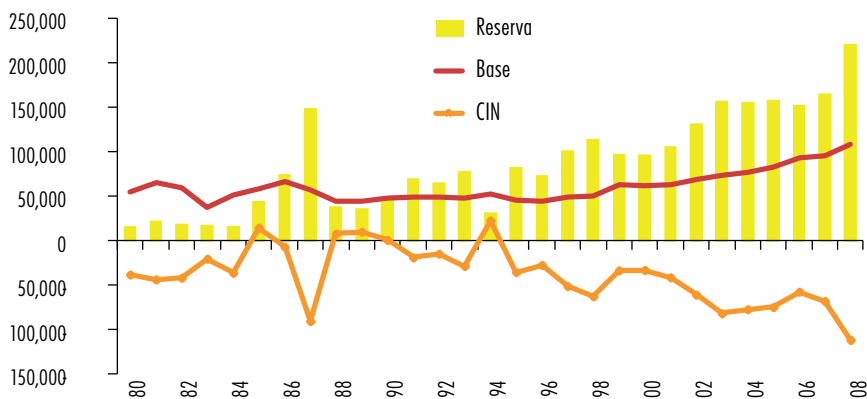
Gráfica 6
Balances de flujos y acervos del gobierno, 1981-2008
(Millones de pesos de 1993)



Gráfica 7
Saldos de la deuda pública total, interna y externa, 1981-2008
(Millones de pesos de 1993)



Gráfica 8
 Saldos de la base monetaria, el CIN y la reserva internacional, 1980-2008
 (Millones de pesos de 1993)



Del año antes mencionado y hasta 1993, la situación se revirtió y el superávit presupuestal le permitió al gobierno desendeudarse, con lo cual, el saldo de la deuda pública regresó al nivel que tuvo antes de la crisis de 1982, permaneciendo constante hasta la fecha.

En ese periodo, el saldo de la base monetaria no cambió su tendencia constante pero la reserva internacional y el crédito interno neto sí. La reserva se movió alrededor de una tendencia creciente que aumentó en la misma magnitud en que cayó la tendencia del crédito interno neto, la cual se volvió negativa desde 1995. Con esos cambios, el balance de acervos del sector público llegó a cero, igual que el balance presupuestal.

La composición del saldo de la deuda también experimentó dos cambios evidentes: la deuda interna sustituyó a la externa y la deuda pública se bursatilizó. Esas modificaciones ocurrieron en un proceso que puede periodizarse como se describe en los siguientes dos apartados.

a) La desregulación del sistema financiero

Desde finales de los setenta el gobierno inició el cambio estructural del sistema financiero del país, con el objetivo de sustituir por financiamiento bursátil, los recursos que el sector público obtenía del sistema de encaje legal.

Ese cambio significó:

- Capitalizar y modernizar al sistema bancario utilizando recursos públicos.
- Deshacer el vínculo crecimiento económico-base monetaria-déficit público-deuda pública, desmantelando al sistema de encaje legal.

- Propiciar la determinación de mercado de las tasas de los bonos públicos, al adoptar la práctica de vender esos valores mediante subastas en las cuales ofrece una cantidad fija de cada instrumento para permitir que la tasa de interés se determine por la demanda del instrumento.⁵
- Indexar las tasas de interés bancarias a las tasas de los bonos públicos, para lo cual el gobierno tenía amplia capacidad porque definía las tasas pasivas por decreto.

Las últimas dos políticas permitieron, por un lado, mantener al alza el costo de oportunidad del dinero y, por consiguiente, la rentabilidad de conservar los recursos monetarios invertidos en valores; por otro, estimular los depósitos bancarios y, finalmente, incentivar la entrada de capitales externos al país. Aunque no se encuentra reconocido en el discurso oficial, todo ello volvió rentable al negocio bancario.

Para cumplir con esos objetivos, el gobierno fue flexibilizando gradualmente las tasas bancarias y relajó las reglas de las operaciones con divisas; no obstante, debido a que esas medidas significaron una desregulación y apertura aceleradas del sistema financiero doméstico, desembocaron en la crisis de 1982 y en la nacionalización bancaria.⁶

A pesar de que significó un paréntesis para la liberalización financiera del país, el gobierno aprovechó la nacionalización para capitalizar al sistema bancario utilizando recursos públicos,⁷ así como, para reestructurarlo, valiéndose de su ilimitado poder institucional.

Adicionalmente, la administración de la banca nacionalizada, no abandonó el manejo flexible de las tasas bancarias, las cuales fueron desreguladas completamente antes de reprivatizar a los bancos, garantizando, al mismo tiempo, que siguieran indexadas a las tasas de los títulos de deuda pública.⁸ En 1989, la banca empezó a adquirir características internacionales, al serle otorgado el permiso para conformar grupos financieros.⁹

Para entonces, la bursatilización había comenzado a adquirir carácter masivo, pues los valores públicos llegaron a representar más de la tercera parte de

⁵ Esa práctica solamente se abandonó durante un corto periodo, entre 1982 y 1986, según refiere Banco de México, *Informe Anual*, 1985, p. 26, y 1986, p. 28.

⁶ Según refiere, *Op. Cit.*, 1982, p. 93.

⁷ Como la reposición a la banca de los dólares fugados, según reporta, *Op. Cit.*, 1982, p. 99.

⁸ Al ordenarles a las instituciones bancarias establecer sus tasas con referencia a la tasa corriente de los títulos de deuda pública, como informa, *Op. Cit.*, 1989, p. 32.

⁹ *Op. Cit.*, 1989, pp. 34-35.

la deuda pública total. En ese aumento influyó, por un lado, la expansión que tuvieron las ventas de petróleo mexicano a Estados Unidos desde 1979 y hasta antes de la crisis de 1982, porque dicha expansión se financió por la vía bursátil;¹⁰ asimismo, los pagos de las indemnizaciones que derivaron de la nacionalización bancaria, porque se realizaron en valores y, finalmente, la renegociación de la deuda externa que llevó a cabo el gobierno para contrarrestar la crisis de pagos que se suscitó en 1988. Dicha negociación ocurrió precisamente un año antes de que la emisión de bonos públicos duplicara su participación en la deuda total, al pasar de 15 a 39%; asimismo, comprometió a México a canjear su deuda externa vieja por bonos públicos nuevos, que aplazaron los vencimientos y redujeron el principal, a cambio de tasas de interés más altas y de liquidar los nuevos bonos en un menor plazo.¹¹

Como en 1988 México no pudo obtener fondos externos,¹² financió esas operaciones con los recursos domésticos que derivaron del programa de ajuste presupuestal y de la fijación de precios y salarios que resultó de la concertación social. Puesto que esas estrategias deprimieron la demanda de activos líquidos de trabajadores, empresarios y gobierno, le posibilitaron al Banco de México recogerlos del sistema bancario a cambio de CETES principalmente. La contraparte de esas emisiones fue la reducción del crédito interno neto, que tuvo en 1988, su segunda caída más importante de los últimos treinta años.

Como el gobierno cumplió con su programa de pagos de la deuda externa usando préstamos bancarios, esa política implicó la conversión de deuda externa en interna desde 1988. Hasta la crisis de 1994, la conversión se financió principalmente con los recursos que el Banco de México recogió del sistema bancario con sus emisiones de CETES y, en 1993, también de TESOBONOS.¹³ Con esos activos, el gobierno fue realizando liquidaciones de la propia deuda interna, específicamente de BONDES, cuyo saldo cayó más que el de los CETES en ese periodo. En el agregado, los pagos fueron suficientes para mantener a la baja el saldo de la deuda total.

b) La apertura del sistema financiero

De la descripción del apartado anterior, queda claro que para 1989 la política monetaria operaba de lleno con el propósito de administrar las tasas de interés

¹⁰ Mediante la emisión de los PETROBONOS el gobierno obtuvo financiamiento externo que fue amparado con las ventas esperadas de petróleo, según refiere *Op. Cit.*, 1977, p. 52.

¹¹ Los detalles del acuerdo que derivó de la renegociación de la deuda efectuada en 1988 se encuentran en *Op. Cit.*, p. 34.

¹² Según refiere *Op. Cit.*, 1988, p. 33.

¹³ Lo cual se explica porque ese año comenzó la emisión de Tesobonos a 91 y 182 días, cuyos rendimientos incorporaron la ganancia cambiaria, según refiere *Op. Cit.*, 1993, p. 226.

junto con la inflación y el tipo de cambio, utilizando el mecanismo de mercado que derivaba de financiar dichas estrategias con la emisión de bonos públicos. La tarea pendiente del gobierno para ese entonces, consistía en desarrollar un esquema institucional que sirviera de base para la apertura completa de la economía.

Esa transformación implicó la privatización de la banca nacionalizada; la modernización del sistema de pagos; la homologación a estándares internacionales de las facultades e instrumentos financieros a disposición de las instituciones bancarias y no bancarias; así como la reformulación de la política monetaria; en el último caso, con las siguientes medidas:

- Limitar el uso de la deuda interna y, en específico, de la emisión de valores públicos, a ejercer la restricción monetaria, lo cual pudo lograrse porque la deuda pública se había liberado de su responsabilidad de financiar el déficit público, este último se acercaba a su equilibrio y, finalmente, porque se había avanzado en la bursatilización de la deuda preexistente, proceso que prácticamente finalizó durante la crisis de 1994.
- Volver cotidianos los mecanismos utilizados para aumentar el costo del circulante, lo cual ocurrió cuando el Banco de México comenzó a ejercer su papel de acreditante de última instancia frente a la banca, en 1991, al adoptar la práctica de intervenir diariamente en el mercado de dinero para retirar el exceso de liquidez.
- Proporcionar reconocimiento legal a los mecanismos implementados para aumentar el costo de oportunidad del circulante, al ponerse en marcha, el año antes mencionado, la estrategia de objetivos de inflación y formalizarse su uso en 1993. Ese mecanismo significó que el Banco de México proveyera el circulante al sistema bancario a cambio de tasas de interés superiores a las de mercado, conocidas como tasas de castigo, manteniendo al alza a las tasas bancarias, sin determinarlas por decreto.
- Garantizar la aplicación automática de la política monetaria basada en los mecanismos de mercado, al modificarse la Constitución Política del país y emitirse la nueva Ley del Banco de México, en 1993. Igual que había ocurrido en 1982, sin embargo, esas medidas significaron la apertura y desregulación aceleradas del sistema financiero del país, desembocando en la crisis de 1994.¹⁴

¹⁴ En López, Julio; Juan Carlos Moreno-Brid y Martín Puchet. *Financial Fragility and Financial Crisis in México*, Documento mimeografiado, 2004, se muestra que la inestabilidad de ese periodo tuvo su origen en el aumento de la fragilidad financiera derivada de la liberalización y desregulación comercial y financiera.

El objetivo inmediato de la estrategia adoptada para enfrentar esa crisis, consistió en recapitalizar al sistema financiero, para estabilizar el desenvolvimiento de la inflación y el tipo de cambio; lo cual, sin embargo, revirtió la tendencia decreciente de la deuda pública. En el caso de la interna, porque los programas de rescate a bancos y ahorradores en que se tradujo la estrategia de recapitalización, convirtieron en deuda pública los enormes pasivos bancarios que resultaron de la fuga de capitales que experimentó el país el año antes mencionado. Por su parte, la deuda externa aumentó por los créditos especiales que México recibió de Estados Unidos para pagar los TESOBONOS, que estaban principalmente en manos de no residentes y vencieron en 1995. Conforme el gobierno fue liquidando esos títulos, la conversión de deuda externa en interna volvió a acelerarse.

Por otro lado, después de la crisis de 1994 el gobierno aceleró el proceso de apertura financiera de México, autorizando en 1995 la adquisición de bancos por personas morales no residentes y en 1998 por todo tipo de inversionistas.

A partir de entonces fue legalizada la participación de extranjeros en la propiedad de los bancos, pues era ya un hecho por las implicaciones de algunos de los programas de salvamento bancario. Ello volvió creciente la participación de extranjeros en la propiedad de los bancos que operan en México, llevando a su punto final a la apertura financiera del país, la adquisición de la totalidad de las acciones de prácticamente todos los bancos domésticos por inversionistas internacionales, realizada con base en las autorizaciones antes descritas.¹⁵ Con adición a esas medidas estructurales, en materia de política monetaria el Banco de México:

- Siguió utilizando la emisión de bonos públicos solamente con fines de restricción monetaria y de refinanciamiento de los propios bonos públicos.
- Fortaleció los mecanismos para garantizar que las tasas bancarias continuaran indexadas a las tasas de los valores públicos.¹⁶
- Puso en marcha el régimen de encaje promedio cero con el cual profundizó la restricción monetaria porque determinó que los intereses de castigo, se aplicarían a todo saldo acumulado negativo en las cuentas únicas que superara el límite establecido de antemano por el propio Banco de México,

¹⁵ La primera operación de esa naturaleza se efectuó en 2000, con la autorización para que Citygroup adquiriera Banamex, como reporta Banco de México, *Op. Cit.*, 2001, p. 77.

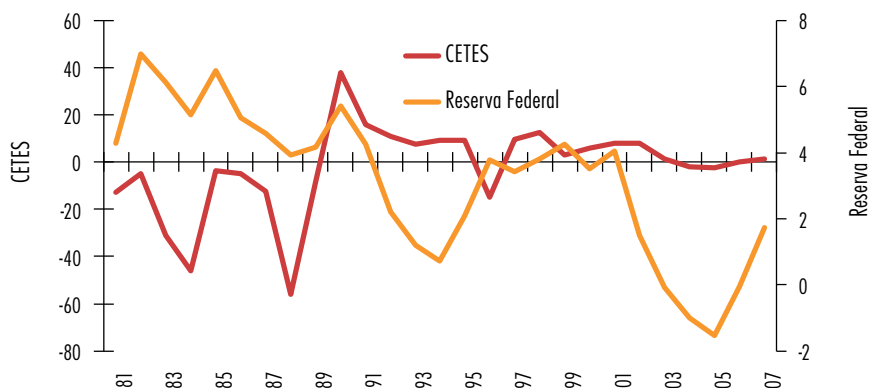
¹⁶ Lo cual se encuentra reportado en el *Informe Anual* de 1995 del Banco de México, pp. 214-215. Las referencias permitidas en ese entonces, se han sujetado a modificaciones, según refieren los *Informes Anuales del Banco de México* correspondientes a 1996, pp. 226-228 y 1997, p. 225, así como la Circular-Telefax 52/2001 y la Circular-Telefax 23/2002 del 26 de julio de 2002 del Banco de México.

denominado corto a la oferta monetaria.¹⁷ Ese régimen estuvo vigente los siguientes diez años, con modificaciones que no cambiaron sus efectos. En 2005, el Banco de México sustituyó los cortos por sus decretos sobre las condiciones de liquidez de la economía¹⁸ y en 2008 por la estrategia de establecer la tasa de fondeo bancario, en sustitución del corto.¹⁹

Las estrategias descritas en el último inciso, han permitido al gobierno su propósito de propiciar el crecimiento real del costo de oportunidad del circulante y, por consiguiente, del rendimiento de los bonos públicos frente al rendimiento de los saldos monetarios, para estimular la demanda de dichos bonos públicos y, con ello, la restricción monetaria y refinanciamiento de los propios bonos públicos, derivada de su adquisición.

Como esos bonos están nominados en pesos y son negociados en el territorio nacional, constituyen deuda interna, la cual sustituyó por completo a la deuda externa en un ambiente de tasas reales de interés domésticas crecientes e internacionales decrecientes (Gráfica 9).

Gráfica 9
Tasa de interés real del promedio mensual de los CETES a 28 días y de la Reserva Federal, 1981-2008
(Porcentajes)



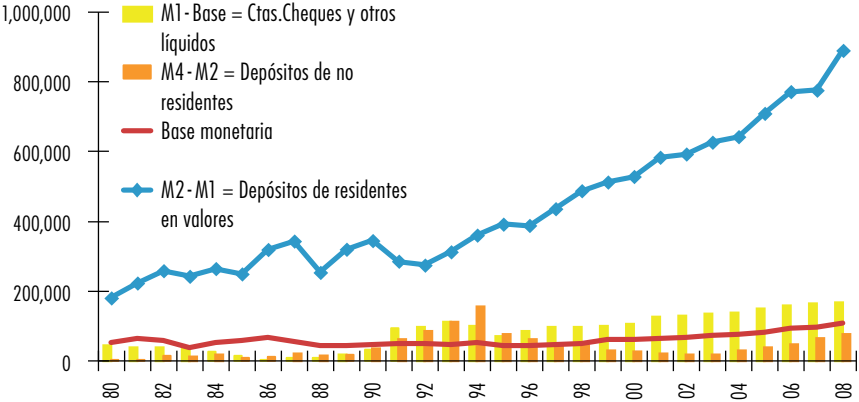
¹⁷ Anteriormente, esos intereses se aplicaban discrecionalmente a los saldos negativos que el instituto central consideraba cuantiosos. Los cambios respecto al régimen que había entrado en vigor en 1993 están descritos en el *Informe Anual* de 1995 del Banco de México, pp. 209-213.

¹⁸ Cuando el Banco de México decretaba la modificación de las condiciones de liquidez, definía los puntos porcentuales en que cambiaría la tasa de fondeo bancario diariamente, según describe el *Informe Anual del Banco de México* de 2005.

¹⁹ El anuncio de la entrada en vigor de esa estrategia está en el *Programa de Política Monetaria* de 2008, pp. 55-56.

Para lograr la conversión, el gobierno intercambió por bonos públicos domésticos, principalmente por CETES y BONDES, el aumento que tuvo en ese entonces el saldo de los depósitos bancarios domésticos (Gráfica 10). Ese aumento coincidió con la puesta en marcha del nuevo esquema de administración de los ahorros para el retiro y puede explicarse porque dicho esquema puso a disposición de los bancos las pensiones de los trabajadores que anteriormente habían sido custodiadas por las instituciones públicas de seguridad social.

Gráfica 10
Componentes del agregado monetario M4, 1980-2008
(Millones de pesos de 1993)



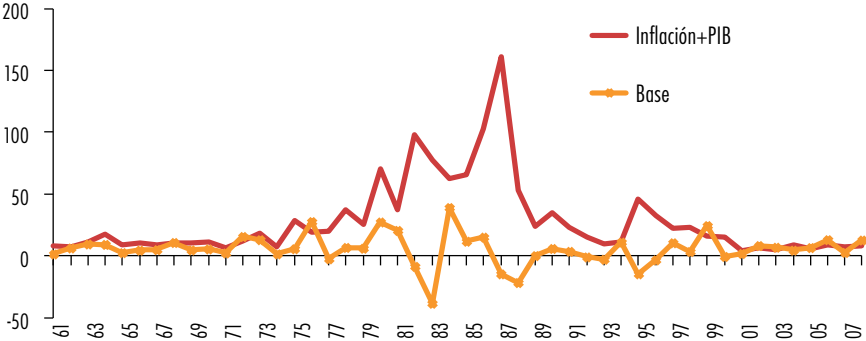
La reducción que al mismo tiempo experimentó la deuda externa, permite concluir que los fondos que obtuvo de esa forma el gobierno y que aumentaron su deuda interna, se destinaron a pagar la deuda externa conforme esta última iba experimentando vencimientos, después de permanecer atesorados en la reserva internacional.

A partir de 2000, la tendencia creciente de la deuda interna se aceleró, llegando en 2008 a un nivel real superior al que tenía la deuda externa antes de la crisis de 1982; es decir, antes de que se privatizaran las empresas públicas. Ese aumento coincidió con la creación de los Bonos a Tasa Fija, los cuales han sido los instrumentos de mayor crecimiento desde el año mencionado.²⁰ Si bien esas

²⁰ Según se desprende de los datos más recientes publicados al respecto por el Banco de México en sus *Estadísticas de Política Monetaria e Inflación* en Internet.

emisiones le han permitido al gobierno mejorar los términos de contratación de su endeudamiento²¹ y además, aumentar la base monetaria a la misma tasa que la suma de los crecimientos de la producción y la inflación (Gráfica 11), como ocurría antes de 1982, su destino principal ha sido la acumulación de reservas internacionales (Gráfica 8).

Gráfica 11
Tasa de crecimiento anual de la base monetaria y suma de tasas de crecimiento anual del PIB real y el INPC, 1961-2008 (Porcentajes)



El balance de acervos del sector privado

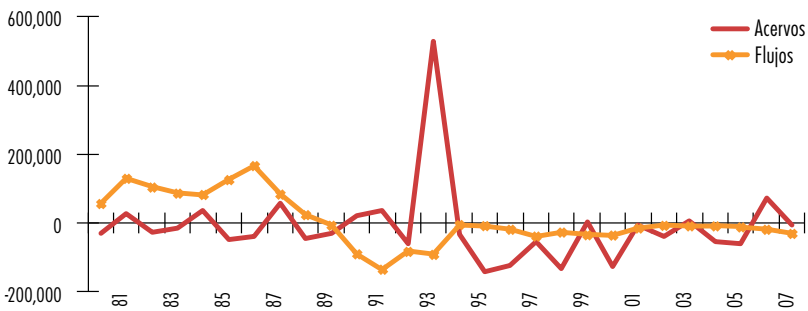
Después de la crisis de 1994, el endeudamiento neto del sector privado tuvo un aumento histórico que llevó al saldo de la deuda privada a su nivel más alto de las últimas tres décadas, al crecer en 162% en términos reales solamente de un año a otro (Gráficas 12 y 13).

Ese endeudamiento absorbió el ahorro que derivó de los superávits que tuvo el balance de flujos privado entre 1983 y 1989, duplicando el déficit acumulado por ese mismo balance entre 1990 y 1994. Lo anterior, junto con el aumento sin precedentes que experimentaron las tasas de interés bancarias en 1994²² y con la

²¹ Al caracterizarse por tener plazo más largo que el resto de valores públicos, además de que ofrecen tasa de rendimiento fija para cada emisión, según refiere la nota técnica publicada al respecto por el Banco de México en www.banxico.org.mx.

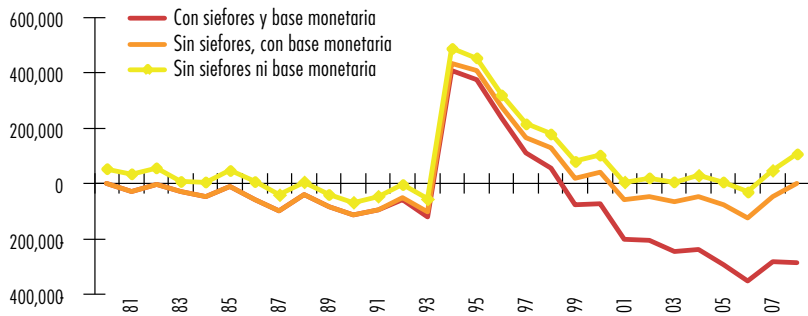
²² Por ejemplo, el promedio mensual de la tasa a la apertura de los depósitos de ventanilla a plazo fijo de 2 meses tuvo un aumento de 165.0% según los datos publicados en www.banxico.org.mx. Destaca que ese crecimiento es similar el que tuvo la deuda privada.

Gráfica 12
Balance de flujos y acervos del sector privado no financiero, 1981-2008*
(Millones de pesos de 1993)



* Para los acervos, las cantidades negativas denotan desendeudamiento.

Gráfica 13
Saldo del balance de acervos del sector privado, 1980-2008*
(Millones de pesos de 1993)



* Las cantidades negativas denotan desendeudamiento.

existencia de contratos de préstamos bancarios leoninos,²³ sugiere que la mayor parte de esa deuda estuvo constituida precisamente por los intereses a su cargo que aceptaron los agentes privados, lo cual se explica porque desde principios de 1994, para ese sector, su deuda se había vuelto impagable, al combinarse el mencionado

²³ Esas prácticas incluyen esquemas de cobro de intereses que fueron prohibidas después de la crisis de 1994, como la de cambiar la tasa pactada por la máxima referencia del momento, según refiere Banco de México (*Informe Anual*, 1995, p. 214), así como otras prácticas que fueron objetadas por los deudores, como el anatocismo que, sin embargo, fue validado por la Suprema Corte de Justicia de la Nación (ejecutoria de la Contradicción de tesis 31/98), a pesar de no haber recibido igual tratamiento jurídico el anatocismo en reversa (fallo de la institución mencionada, en mayo de 2010).

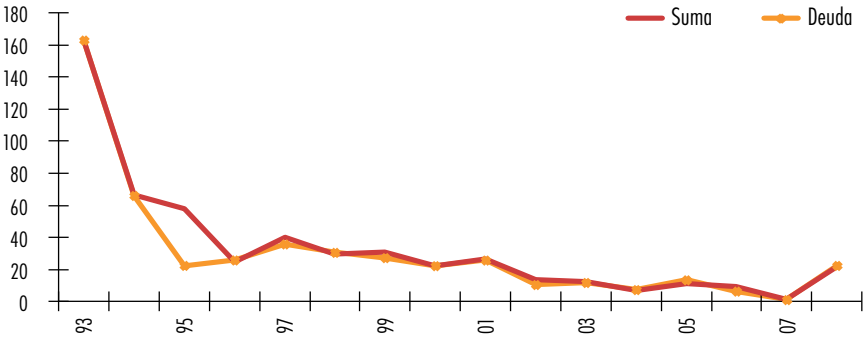
incremento de las tasas de interés, con la pérdida de poder adquisitivo que tuvieron sus ingresos por la fijación de salarios y precios que derivó de la concertación social que todavía estaba vigente en ese momento. Como esa deuda estaba amparada, en su mayoría, por las viviendas de los deudores, estos últimos buscaron proteger sus bienes y, alentados por los programas de salvamento que puso en marcha el gobierno, aceptaron el cargo de una deuda que no habían utilizado.

A partir de 1995 y hasta antes de 2000, el saldo de la deuda privada fue cayendo como reflejo de las amortizaciones que realizaron los deudores, aprovechando que en ese periodo su déficit de flujos iba a la baja. El último año mencionado, sin embargo, revirtió su tendencia, colocando al sector privado en la paradoja de haber aumentado el saldo de su deuda en un contexto en el que sus balances de flujos y acervos tendían al equilibrio. La deuda privada volvió a llegar al saldo más alto de su historia en 2007 y 2008, cuando el balance de acervos del sector privado era superavitario, lo que indicaba que ese sector no requería endeudarse.

El equilibrio y superávit que tuvo el saldo del balance de acervos financieros del sector privado desde 1995, se explica por los ahorros para el retiro; de omitirse ese rubro, el resultado se convierte en endeudamiento neto desde 2000, el cual aumenta todavía más, si la base monetaria tampoco se trata como un activo privado. Lo anterior justifica que el crecimiento del saldo de la deuda privada, tenga el mismo comportamiento y casi el mismo nivel que la tasa resultante de sumarle al crecimiento del ahorro para el retiro la tasa de reducción de la base monetaria²⁴ ponderada por el promedio anual de la tasa de CETES a 28 días (Gráfico 14).

Gráfica 14

Tasa de crecimiento del saldo de la deuda privada real y suma de la tasa de crecimiento real del ahorro para el retiro más la tasa de reducción real de la base monetaria ponderada por la tasa de CETES a 28 días (Porcentajes)



²⁴ Que es igual a la tasa de crecimiento de esa variable pero con signo negativo.

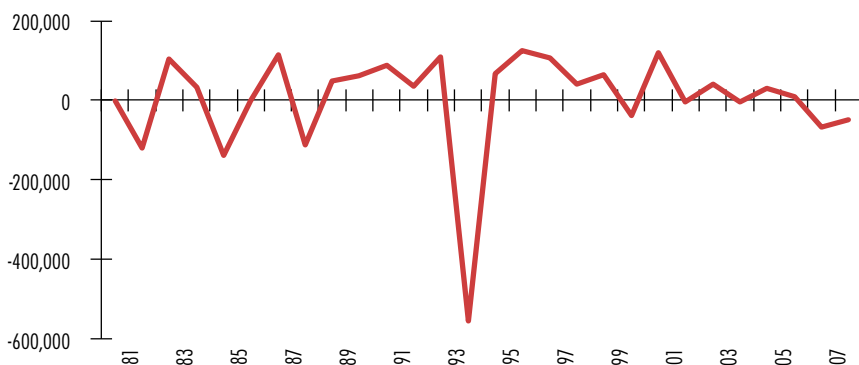
Esa observación empírica indica que el crecimiento de la deuda privada no es el resultado de una cultura consumista, pues como se vio anteriormente, en los últimos años el gasto privado ha tendido a colocarse en el mismo nivel que los ingresos privados. El aumento de la deuda privada puede explicarse, más bien, por el éxito que ha tenido la política pública para lograr la estabilidad, pues ha dado lugar también a los siguientes factores que explican el mayor endeudamiento privado:

- La tendencia creciente que ha tenido el costo del financiamiento bancario, como resultado de que el gobierno logró su objetivo de mantener al alza el costo de oportunidad del dinero.
- La prohibición a los trabajadores de utilizar sus ahorros para el retiro a pagar su gasto corriente.
- La reducción a cero del déficit público, el cual canceló al gasto público como un medio de provisión de base monetaria gratuita a la sociedad.
- La conversión de los bancos en el único canal para distribuir la base monetaria, cuyos aumentos pueden tomarse como pasivos privados porque los bancos proporcionan a la sociedad esa base monetaria solamente en la forma de endeudamiento.

El balance de acervos bancario

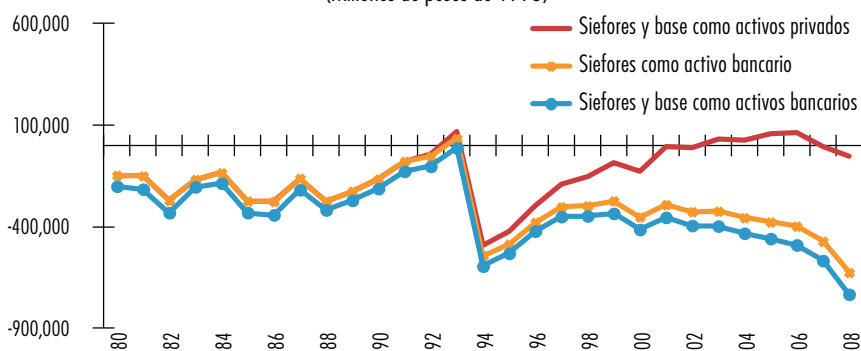
La contraparte del aumento de las deudas pública interna y privada, ha sido la reducción del déficit del balance de acervos financieros del sector bancario, el cual se ubicó en su equilibrio desde 2000 (Gráficas 15 y 16). Como se muestra ahí, sin embargo, ese equilibrio se convierte en superávit cuando se le imputan

Gráfica 15
Balance de acervos del sector bancario, 1981-2008*
(Millones de pesos de 1993)



* Las cantidades negativas denotan desendeudamiento.

Gráfica 16
Saldo del balance de acervos del sector bancario, 1981-2008*
(Millones de pesos de 1993)



* Las cantidades negativas denotan desendeudamiento.

al balance bancario, como un activo, los fondos de ahorro para el retiro de los trabajadores, convirtiéndose en un superávit todavía mayor, si se considera de la misma forma la base monetaria.

Ello implica que para poder disponer de ganancias netas, como ha reportado que ha sucedido en los últimos años la propia banca, **esta última** tiene que apropiarse, por lo menos, de los fondos de ahorro para el retiro, lo cual no es un resultado remoto si se considera que son los que respaldan la deuda privada y, todavía menos remoto, si se toma en cuenta que esa deuda tiene posibilidades de volverse impagable, porque seguirá creciendo conforme siga aplicándose la estrategia de restricción monetaria.

LA CUENTA DE ACERVOS DEL RESTO DEL MUNDO Y LA POLÍTICA CAMBIARIA

Con relación a la política cambiaria, México tuvo que alinearse al acuerdo que al respecto, habían adoptado los países desarrollados en 1973²⁵ y dejar de recurrir al ajuste del contenido de oro de su moneda para equilibrar sus cuentas externas, permitiendo, por consiguiente, que los movimientos de la reserva internacional y del tipo de cambio reflejaran ese ajuste.

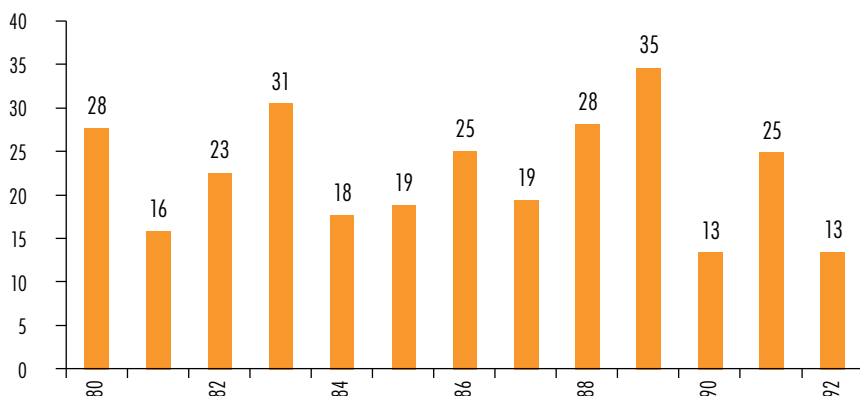
²⁵ Las características de ese Acuerdo están resumidas en el *Informe Anual* de 1973 del Banco de México, p. 43, cuya versión legal fue la modificación de 1978 al convenio constitutivo del Fondo Monetario Internacional que describe el *Informe Anual* de 1978 del Banco de México, p. 14. Ese nuevo convenio comprometió a los países miembros del FMI a adoptar la flexibilidad como su régimen cambiario oficial y al dólar como moneda patrón; también, a dejar de indexar sus monedas al oro y a reducir su dependencia hacia los recursos del Fondo.

La política cambiaria

Con lo anterior y con la apertura comercial y financiera del país, los determinantes de las dos variables mencionadas se modificaron porque:

- La fuente de las presiones cambiarias dejó de estar en el déficit comercial después de 1982 al lograrse que ese balance fuera superavitario. Desde entonces, las fluctuaciones del peso se asociaron a las fluctuaciones de los flujos de capitales financieros externos.
- La fuente de las Reservas Internacionales dejó de estar en los préstamos externos de largo plazo provenientes de los grandes organismos financieros internacionales y de las tenencias de oro del país, siendo sustituidos por la emisión de títulos de deuda pública denominados en dólares y, desde 1989, también por los bonos públicos en moneda doméstica, a lo cual se suma la adquisición de las divisas de PEMEX que realiza el Banco de México. Este último tipo de operaciones son la principal fuente de la reserva internacional (Gráfica 17) y le han permitido al gobierno cumplir dos propósitos; por un lado, evitar que los activos externos de esa empresa lleguen al sistema bancario y entorpezcan la restricción monetaria y, por otro, contar con recursos crecientes para abastecer las reservas internacionales.
- Las Reservas Internacionales se convirtieron en la garantía de última instancia de las emisiones de bonos públicos.

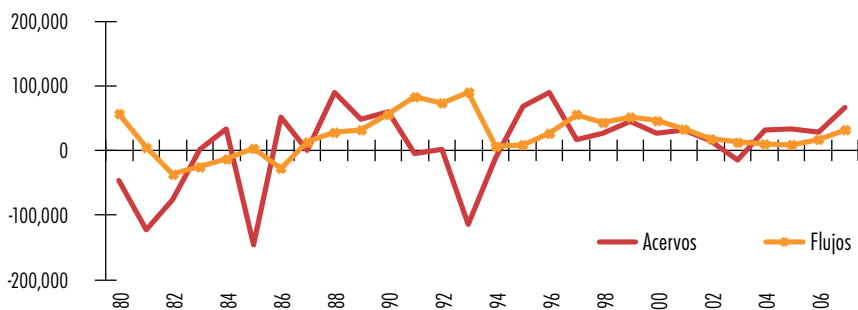
Gráfica 17
Participación de los flujos de divisas de PEMEX en el saldo de la reserva internacional
(Porcentajes)



El balance de acervos del resto del mundo

Aunque al conseguir su propósito de mantener al alza las reservas internacionales, el gobierno ha logrado que México tenga una posición acreedora neta en su balance de acervos externos, esa posición ha tendido a ajustarse hacia el equilibrio principalmente después de los periodos de crisis (Gráfica 18). Ese ajuste ha ocurrido porque el gobierno las utiliza para regular el valor de la divisa, ofreciéndolas a los bancos y también pagando los bonos públicos en manos de no residentes, justamente cuando los intereses de esos instrumentos han tendido a incrementarse, lo cual explica que en dichos periodos, México haya experimentado sus más grandes pérdidas de los acervos financieros acumulados en las reservas internacionales.

Gráfica 18
Blances de flujos y de acervos del resto del mundo, 1981-2008*
(Millones de pesos de 1993)



* Para los acervos, las cantidades negativas denotan endeudamiento para la economía doméstica.

Como esas reservas provienen de los recursos que el Banco de México recoge de la circulación al emitir bonos públicos domésticos, los pagos antes descritos tienen como reflejo el aumento del saldo de la deuda interna pública, que ocurre aun a pesar del equilibrio presupuestal porque refleja el vínculo directo que ahora existe entre la reserva internacional y la deuda pública, el cual sustituyó al que antes de 1982 prevalecía entre el déficit presupuestal, la base monetaria y la deuda pública.

Debido precisamente a ese vínculo directo, los periodos de inestabilidad han coincidido con las fechas de vencimiento de los bonos públicos que se encuentran en manos de no residentes, como ocurrió en 1994 con los TESOBONOS.

Puesto que esos vencimientos le generaron al gobierno necesidades de pago extraordinarias, las cuales tuvo que cubrir para evitar fluctuaciones cambiarias no programadas, le fue necesario también emitir más títulos de deuda interna, con la finalidad de recoger del sistema bancario más recursos para reconstituir las reservas internacionales y volver a tener disponibilidades en garantía ante cualquier nuevo periodo de volatilidad, con el fin de evitar que el tipo de cambio difiera del objetivo oficial. Aunque el gobierno no hace explícito dicho objetivo cambiario, con el manejo descrito de la reserva internacional, el gobierno ha logrado que las fluctuaciones cambiarias sean iguales, en magnitud y dirección, a los movimientos de las tasas de interés, garantizando así que no se modifique la distribución, entre ganancias cambiarias y ganancias por intereses, de los recursos netos que el gobierno recoge de la economía doméstica con su política monetaria y que provienen, en su mayoría, de los ahorros para el retiro de los trabajadores.

CONCLUSIONES

Del análisis que se presentó en este documento, queda claro que con la apertura y liberalización, la política pública cumplió con su promesa de garantizar la estabilidad de precios, lo cual fue posible porque dicha estrategia llevó al equilibrio a los balances de todos los sectores institucionales que participan en el quehacer económico, consiguiendo con ello la plena operación del modelo neoliberal; no obstante, solamente pudo hacerlo así propiciando la reducción real de los salarios y el aumento real de las tasas de interés e indexando el tipo de cambio a dichas tasas de interés. Todo ello se reflejó en el aumento sin precedentes de la deuda privada. Con la ausencia de crecimiento económico, lo anterior no solamente significó la distribución de los acervos financieros sino también de la riqueza del país, como activos de los capitalistas financieros internacionales que operan en México. Ello es, sin embargo, inequitativo y, a todas luces, socialmente injusto.

La posibilidad de modificar ese estado de cosas puede depender de la política pública; específicamente, la reforma hacendaria podría evitar el deterioro económico que sufren las mayorías por la falta de crecimiento de la producción, el empleo y los salarios, siempre y cuando deje de limitar sus objetivos a garantizar un aumento de ingresos tributarios que ponga más recursos domésticos a disposición de la reserva internacional o que se traduzca en mayores pagos de intereses. Constituye la oportunidad inédita para: *a*) corregir la baja capacidad que ha tenido la estructura impositiva del país para fomentar la in-

versión productiva y la creación de empleos, así como para mejorar la distribución del ingreso; **b**) simplificar la estructura fiscal; **c**) castigar la especulación y desincentivar la salida de capitales, fijando tasas de impuestos con crecimiento gradual en el tiempo, para aplicarse en el margen; por ejemplo, a los incrementos de las inversiones colocadas en instrumentos especulativos o a las salidas de capital que sean mayores al límite normalmente esperado y, **d**) proporcionar reconocimiento legal e incorporar a la tributación al sector informal de la economía que se dedique a actividades que no sean ilícitas.

La redistribución del gasto público es otro instrumento que puede usarse con los mismos propósitos, destinando más recursos a la ampliación de la capacidad productiva, la generación de empleos, la investigación y desarrollo de tecnologías, así como la capacitación y educación de la población, pero sin usar a las grandes corporaciones internacionales para distribuirlos. También, disminuyendo los recursos utilizados para salvar instituciones financieras o empresas de cualquier otro sector, que incurran en comportamientos riesgosos y especulativos.

Lo anterior tendría que combinarse con un uso más eficiente de la capacidad regulatoria del gobierno, imponiendo mecanismos institucionales que obliguen al sistema financiero a tener un comportamiento responsable (por ejemplo, como el acuerdo de Basilea), para liberar a las finanzas públicas de la necesidad de atesorar más ingresos públicos en la reserva internacional. Finalmente, resulta necesario que el gobierno evite el uso especulativo de los ahorros para el retiro de los trabajadores. Aún más, como son fondos seguros, podrían utilizarse para impulsar una versión moderna de la política de otorgamiento selectivo de créditos. Muchas de esas medidas que tienen que negociarse internacionalmente, con los socios comerciales y de inversión del país y con los que ha signado acuerdos de coordinación fiscal; por ello, el cambio es de largo plazo, pero es indispensable que comience.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de México (1973-2005), *Informe Anual*, México.
- Comisión Nacional de los Salarios Mínimos, *Reseña histórica en internet*, México, 2010.
- Dos Santos, C., “Keynesian Theorizing During Hard Times: Stock-Flow Consistent Models as an Unexplored Frontier of Keynesian Macroeconomics”, *Working Paper* num. 408, The Levy Economics Institute of Bard College, NY., EUA, 2004.
- Gaytán, Ricardo, *Un siglo de devaluaciones del peso mexicano*, s. XXI ed., México, 1997.
- Godley, W. and F. Cripps, *Macroeconomics*, London, Fontana, 1983.
- Meyer, Lorenzo e Isidro Morales, *Petróleo y nación*, FCE, 1990, México, 1990.
- Presidencia de la República (1980-2010), *Informe anual de gobierno*, México.

Fuentes estadísticas

- Banco de México, *Banco de información en internet*, México, 2010.
- Nacional Financiera, *La economía mexicana en cifras*, México, 1981.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Banco de información en Internet*, México, 2010.
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, *Banco de información económica en internet*, México, 2010.

V
BANCA DE DESARROLLO,
MICROEMPRESAS Y POBREZA

Nora Ampudia

RESUMEN

En los últimos 26 años la economía mexicana ha presentado bajas tasas de crecimiento económico, una pérdida de dinamismo en la generación de empleos y un deterioro en la calidad de los mismos. A pesar de la liberalización financiera y del desarrollo financiero, el crédito bancario a empresas y personas físicas con actividad empresarial ha disminuido y el gobierno actual sigue afirmando que la profundidad financiera y la autorregulación en los mercados financieros generarán las condiciones para aumentar el ahorro y para que los recursos se canalicen a los proyectos de inversión más rentables.

Palabras clave: bancos, microempresas, crédito.

DEVELOPMENT BANKS,
SMALL BUSINESSES AND POVERTY

ABSTRACT

Over the last 26 years, the Mexican economy has seen low economic growth rates, low employment creation and decreased job quality. Despite financial liberalization and financial development, credit from banks for businesses and persons with business activities has gone down, while the current government continues to assert that the financial depth of financial markets and self-regulation will create the necessary conditions to increase savings and channel resources to the most profitable investment projects.

Key words: banks, small businesses, credit.

INTRODUCCIÓN

En los últimos 26 años la economía mexicana ha presentado bajas tasas de crecimiento económico, una pérdida de dinamismo en la generación de empleos y un deterioro en la calidad de los mismos. A pesar de los esfuerzos de la liberalización financiera y el notable incremento en la profundidad financiera, el crédito bancario a empresas y personas físicas con actividad empresarial ha disminuido y el gobierno actual sigue argumentando que la profundidad financiera y la autorregulación en los mercados financieros generarán las condiciones para ampliar el ahorro y los recursos puedan canalizarse a los proyectos de inversión más rentables.¹

Qué papel ha jugado la banca comercial y las políticas financieras, es la principal pregunta que trata de resolver esta investigación. La primera parte analiza la motivación de empresas e instituciones financieras con respecto a la rentabilidad; la segunda argumenta sobre la adaptabilidad de la banca comercial a los diversos escenarios y modelos económicos; la tercera establece los cambios en el sistema bancario en México en diversos periodos, para finalmente analizar el papel de las diversas reformas públicas con respecto a la operación de la banca junto con los cambios de modelo de desarrollo y el diagnóstico sobre el problema financiero.

EMPRESAS E INSTITUCIONES FINANCIERAS EN BÚSQUEDA DE LA RENTABILIDAD

Cuando se analiza la problemática de la caída del ahorro y el financiamiento a la inversión productiva, así como las diversas crisis financieras bancarias, el enfoque predominante es macroeconómico, como si estos agentes económicos fueran entes pasivos que reaccionan al entorno macroeconómico que en ocasiones les favorece y en otras les perjudica. Sin embargo empresas e instituciones financieras son agentes activos que se adaptan a su contexto a la par que lo modifican. Sus decisiones de ahorro, inversión y empleo, y sus errores de administración pueden generar las crisis y dada su importancia sistémica obligar a los gobiernos a su rescate.

Definir qué se entiende por un proyecto de inversión rentable, y entender el concepto de inversión son elementos que no pueden aplicarse indistintamente

¹ Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2008-2012 (PRONAFIDE).

a la inversión productiva y a la financiera;² si bien ambas buscan la rentabilidad, la primera es función directa de la tasa de beneficios e inversa de la tasa de interés, en tanto que la segunda es función directa de la tasa de interés de la que depende su tasa de beneficios, tanto como la tasa de interés se relaciona con la incertidumbre y el riesgo.

Las instituciones financieras han encontrado que es muy rentable invertir en instrumentos financieros complejos y estructurados mientras mayor sea la incertidumbre y el riesgo, en tanto que las tesorerías de las grandes empresas se han dado cuenta de que en mercados internos deprimidos la inversión financiera puede ser un complemento o una importante fuente de recursos económicos que compensen la caída de la ganancia en su actividad productiva y las crecientes restricciones crediticias de los bancos.

La banca comercial ha ido adaptándose a los cambios tecnológicos, económicos y de política económica, buscando siempre incrementar su rentabilidad y ello ha ocasionado que en determinados momentos se aleje del crédito a las empresas productivas y dirija sus recursos hacia la inversión en los mercados internacionales de capitales, al financiamiento de la deuda pública, o bien a operar simplemente como proveedor de servicios de compensación para las operaciones que no se realizan en efectivo, encontrando interesantes rendimientos en el cobro de comisiones y en la administración de la nómina de otras empresas.

La idea detrás del PRONAFIDE es que la profundización del sistema financiero y la flexibilización de los regímenes de inversión de los inversionistas institucionales redundarán en un mayor crecimiento económico y bienestar de las familias, al propiciar un mayor ahorro e inversión de largo plazo. Esta idea no es novedosa, ya desde principios de los años ochenta se planteaba como fundamento de la reforma financiera y la liberalización del sector.

El argumento principal establece que la liberalización financiera permite el funcionamiento disciplinado del mercado, pues la banca riesgosa se verá obligada a pagar una prima por los recursos que obtiene en un entorno en el cual las tasas de interés fluctúan libremente y existe amplia competencia (Michael & Hausmann, 1997). Sin embargo a lo largo de las crisis bancarias, la experiencia muestra que las instituciones financieras sucumben a las ambiciones de sus dirigentes, a sus errores y a su falta de prevención, al igual que sucumben a los errores de política financiera, monetaria y cambiaria de los gobernantes, por lo cual sus reacciones no son lineales, ni siempre responden de la misma manera a los mismos incentivos.

² Como lo han hecho los programas de financiamiento para el desarrollo en México.

La crisis financiera mundial actual es resultado de la carrera por las ganancias especulativas de corto plazo, la falta de información y transparencia en los registros de las operaciones financieras fuera de balance que los instrumentos financieros estructurados de gran complejidad permitió. Lo anterior generó fallas de análisis de riesgos y ocultó información a las autoridades encargadas de la supervisión. Tenemos, en resumidas cuentas, una crisis de valores en la que predominó el afán de lucro y la especulación por parte de los intermediarios financieros, junto con una necesidad creciente de recursos de financiamiento no inflacionario por parte de los gobiernos.

PREMISAS DE LA LIBERALIZACIÓN Y LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

La liberalización y la profundidad financiera parten de tres premisas desarrolladas durante los años ochenta. La primera establece que a mayor profundidad financiera mayor crecimiento económico porque el ahorro voluntario responde de manera positiva a la innovación e intermediación financiera y a las tasas de interés reales positivas (McKinnon, 1973; Aspe Armella, 1993: 72); la segunda establece que la liberalización financiera promueve el desarrollo de los mecanismos privados de financiamiento de largo plazo y, sin la coerción del Estado o represión financiera, generará las condiciones necesarias para el crecimiento y el desarrollo económico pues a menor represión mejor asignación de recursos (McKinnon, 1973), y por último la tercera se basa en la hipótesis de los mercados eficientes que establece que un mercado de capital es eficiente si refleja correctamente toda la información necesaria para la determinación de precios de los títulos financieros de modo que el ahorro se distribuirá con base en las preferencias intertemporales de los ahorradores y el máximo rendimiento de las inversiones.

Estas premisas se basan en las ideas promovidas por Michael Jensen de la Harvard Business School en los años ochenta (Jensen, 1970), que establecían que los mercados financieros siempre aciertan en los precios y que por lo tanto lo mejor que pueden hacer los jefes de las empresas, no sólo en su provecho sino en beneficio de la economía, era maximizar los precios de sus acciones. De esta forma Jensen puso en el centro de la globalización de las ideas la noción de los mercados eficientes de Eugene F. Fama, bajo el supuesto de que cada inversor equilibra razonablemente el riesgo y la recompensa (Fama, 1970), lo que generó el inicio del fenómeno de la financiarización de las empresas e instituciones, a la par que el Consenso de Washington promovió la liberalización de los mercados financieros.

El hecho es que las instituciones financieras en general, como empresas que son en busca de la mayor tasa de beneficio, modifican sus pautas de captación de recursos y canalización en función de las necesidades específicas que las circunstancias les imponen, y buscan y crean nuevos instrumentos financieros que por un lado los proteja de la volatilidad de los mercados y les otorgue rendimientos atractivos, e incluso, pueden falsear la información ante las instancias supervisoras con el fin de hacer que los préstamos no redituables parezcan redituables, o para sacar de su balance ciertas operaciones riesgosas.

Los bancos son agentes activos que desarrollan mecanismos y persuaden a los gobiernos tanto como éstos tratan de persuadirlos a ellos, hacia el logro de sus objetivos rentables. A lo largo de los últimos 70 años, la banca comercial en México, ha participado de diferentes maneras en el ciclo económico, en ocasiones promoviendo el crecimiento económico y en otras financiando al sector público o especulando en los mercados internacionales de capital.

LA ADAPTABILIDAD DE LA BANCA

El sistema financiero no es un organismo inmune a la inestabilidad macroeconómica, fenómenos como los contagios y ataques especulativos contra las monedas, volatilidad de las tasas de interés, volatilidad del tipo de cambio, hiperinflación, déficit fiscal y de cuenta corriente, política monetaria y cambiaria y la reversibilidad de los flujos internacionales de capital pueden generar severas crisis financieras.

Todo este conjunto de elementos impactan fuertemente el desempeño del sistema financiero y en especial de la banca comercial y generan medidas de reacción que procuran eludir las políticas restrictivas de expansión de sus operaciones y utilidades. Sin embargo también es cierto que muchas de las crisis bancarias y financieras se encuentran íntimamente relacionadas con los aspectos microeconómicos del manejo de dichas instituciones: errores en la administración, volúmenes excesivos de crédito, crecimientos demasiado rápidos, deficientes prácticas crediticias y de control interno, problemas de planificación, contabilidades creativas y errores en la regulación y supervisión también son causas importantes de las crisis bancarias (De Juan, 1997).

Las instituciones financieras conformadas por personas que administran recursos dependen de las decisiones acertadas o incorrectas de un conjunto de agentes económicos con perspectivas diferentes sobre el riesgo, la rentabilidad, la situación económica y su poder de negociación con los encargados de las políticas públicas.

Desde el punto de vista de Guillermo Calvo, existen dos tipos de crisis financieras; las que se originan en los cambios de las variables fundamentales de la economía y las que se originan en el comportamiento gregario, en el que algunos de los participantes en el mercado imitan al resto por el simple hecho de que los otros están haciéndolo (Calvo, 1997); sin embargo, existen también las crisis financieras producto de la avaricia, la especulación, el comportamiento riesgoso y poco ético en la administración de los recursos.

Tanto las instituciones financieras como las empresas en general muestran una fuerte resiliencia,³ sus gerentes y directivos toman decisiones, reaccionan y modifican con sus acciones su entorno económico, por lo que el fenómeno económico es fuertemente reflexivo⁴ (Soros, 1999) y sistémico en el sentido de que el devenir económico se conforma por un patrón de interacción complejo y dinámico entre el Estado, las empresas, las instituciones en general y la capacidad organizativa de la sociedad.

Plantear que la liberalización y la profundidad financiera por sí solas nos conducirán a un mayor crecimiento económico, es ignorar todo este conjunto de factores que generan comportamientos no contemplados por los mejores modelos econométricos.

ANTECEDENTES

Desde 1941 con el inicio del sexenio de Ávila Camacho, se plantea la necesidad de cambiar el modelo económico que principalmente se basaba en el sector agropecuario exportador, por un modelo de crecimiento basado en la industrialización del país; ello requería un fuerte impulso y apoyo financiero para generar un creciente ahorro interno que pudiera destinarse al crédito denominado productivo. La finalidad última de la política económica era estimular la inversión productiva y el empleo mientras que el control de la inflación, el equilibrio fiscal y el cambiario se consideraban objetivos intermedios.

³ El concepto de resiliencia se refiere a la capacidad de los cuerpos para recuperar su forma original o ajustarse ante un choque; a nivel económico y en consecuencia de los agentes económicos se refiere a su capacidad para recuperarse frente a la adversidad desarrollando recursos y habilidades de supervivencia que permanecían latentes o que los individuos desconocían hasta ese momento.

⁴ El concepto de reflexividad significa que nuestro pensamiento y manera de actuar influye activamente en los hechos en los que participamos, así los hechos no suceden independientemente de lo que los actores piensan sino que reflejan la repercusión de las decisiones de los actores.

De acuerdo con Guadalupe Mántey de Anguiano (2010) México ha transitado por dos estrategias, opuestas en su instrumentación, de política financiera para el desarrollo. La primera conocida como el modelo del desarrollo estabilizador y la segunda como el modelo neoliberal del desarrollo. La primera utiliza instrumentos de política monetaria como el encaje legal, los cajones selectivos de crédito y el control de las tasas de interés pasivas para lograr que el sistema financiero apoye el crecimiento económico de actividades prioritarias y estratégicas; en tanto que la segunda se basa en la desregulación del sistema financiero y el uso de instrumentos de política basados en la libre operación de los mercados, la reducción del papel del Estado en la economía y la apertura externa.

En 1941 el sistema financiero era sumamente especializado, las instituciones de crédito señaladas por la ley eran: bancos de depósito, bancos de ahorro, sociedades financieras, sociedades hipotecarias, sociedades de capitalización y sociedades fiduciarias mientras que las organizaciones auxiliares de crédito eran: almacenes generales de depósito, cámaras de compensación, bolsas de valores, uniones de crédito y compañías de seguro.

El corazón del sistema financiero era el sistema bancario y el resto de las instituciones financieras tenían un papel secundario.

EL DESARROLLO ESTABILIZADOR 1952-1970

Durante este periodo la política financiera del gobierno se ocupaba de promover el desarrollo mediante la asignación selectiva y eficiente de los recursos bancarios hacia la inversión productiva, se evitaba incurrir en déficit fiscal financiado mediante instrumentos inflacionarios (emisión monetaria) y se utilizaban instrumentos directos de política monetaria para la canalización de los recursos financieros hacia las actividades productivas consideradas prioritarias.

La política monetaria se orientó a incrementar el ahorro y canalizarlo hacia la inversión productiva (Mántey de Anguiano, 2010: 17) y el banco central utilizaba el encaje legal para financiar el gasto público y dar crédito a los intermediarios financieros a través de los fideicomisos de fomento. Para compensar los efectos de restricción, a la banca comercial se le otorgó el derecho de mantener reservas excedentes remuneradas en el banco central cuando no encontraba sujetos de crédito satisfactorios. A través del encaje legal se regulaba el 75% de la cartera de crédito bancaria y el resto podía ser canalizado de forma discrecional por la banca comercial.

En aquella época, dicho encaje se consideraba un impuesto sobre la intermediación bancaria y la banca encontró formas de evitarlo al crear mercados

extraordinarios (mesas de dinero) o al transferir parte de sus actividades a mercados extraterritoriales más liberales (Michael & Hausmann, 1997: 16), además existía un acuerdo político entre la banca privada y el gobierno para no elevar la carga tributaria y financiar el déficit fiscal mediante la colocación de títulos de deuda pública en el mercado interno.

Siguiendo con Mántey, la política de crédito selectivo se realizaba por tres vías: los cajones de crédito especificados en el encaje legal; el financiamiento de los bancos de desarrollo con recursos propios, presupuestales y externos y, los fideicomisos de fomento, de esta forma se canalizaba el crédito bancario hacia actividades consideradas prioritarias.

El mercado de capitales estaba poco desarrollado por lo que se utilizaron las operaciones de mercado abierto en su promoción; así el banco central daba liquidez a los títulos que emitían algunos intermediarios o los utilizaba en función de las necesidades de los bancos para cumplir con el encaje legal.

La relación entre el banco central y los banqueros era estrecha, los mismos eran miembros en la asamblea general de accionistas además de tener representantes en el consejo de administración por lo que se establecían acuerdos de caballeros para evitar márgenes financieros amplios y limitar el crédito especulativo, además convenios para canalizar recursos a programas específicos que eran remunerados a tasas superiores a las que pagaba el encaje legal. Así creció el financiamiento a la actividad productiva, mientras el déficit fiscal se mantenía controlado y se financiaba con títulos de deuda pública colocados en el mercado interno.

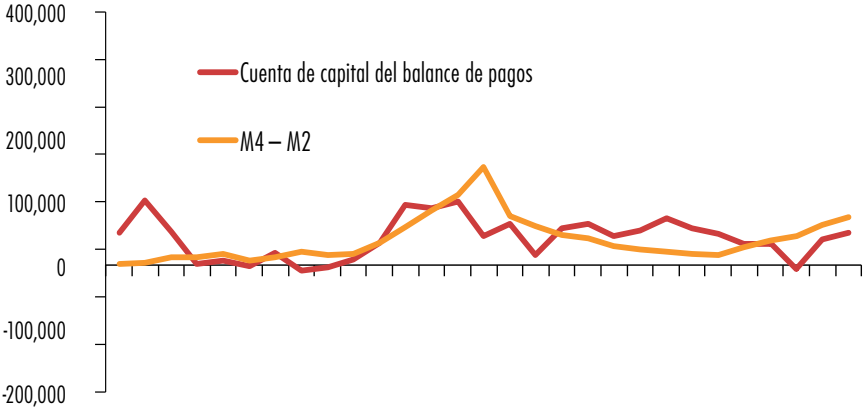
A pesar de todo este tipo de controles entre 1960 y 1970 la banca comercial experimentó tasas aceleradas de crecimiento (Ampudia, 2001). El incremento en la captación bancaria en dichos años estuvo ligado al control de las tasas de interés pasivas, que garantizaban un rendimiento real moderado al ahorrador; ello generó que la captación bancaria con respecto al PIB se duplicara llegando a 50%.

El control de las tasas de interés pasivas también perseguía incrementar el ahorro de largo plazo e indujo al público a adquirir bonos financieros e hipotecarios, sin embargo para fines del periodo, el creciente déficit fiscal, el tipo de cambio controlado y la inflación generaron importantes desequilibrios de la balanza comercial en tanto que el control sobre las tasas de interés se ajustaba lentamente, el resultado eran rendimientos negativos que redujeron el saldo de captación, la reorientación del ahorro hacia el corto plazo, la dolarización de la economía, y la restricción o racionamiento del crédito.

La siguiente gráfica nos permite observar que si bien el crédito bancario al sector privado no representaba un porcentaje significativo del PIB, su canalización y las actividades de promoción y protección ante la competencia externa

permitieron un significativo crecimiento de la economía. La profundidad financiera era demasiado limitada y sin embargo las empresas productivas recibían los recursos necesarios para la inversión.

Gráfica 1
Política financiera para el desarrollo estabilizador y populismo



Fuente: Elaboración propia con informes anuales de Banco de México, INEGI, Pedro Aspe (1993: 69).

El gasto público se utilizaba para generar infraestructura básica para la expansión industrial, estimulaba el ahorro y la inversión fija bruta a través de exenciones tributarias, subsidios a la actividad productiva y estímulos fiscales a la reinversión productiva de las ganancias, mientras que el tipo de cambio fijo operaba no sólo como ancla antiinflacionaria, sino como garantía de las expectativas de rentabilidad de las empresas.

La tasa promedio de crecimiento económico fue del 6.1% y la del crédito bancario como porcentaje del PIB fue del 22.7%, la inversión productiva (formación bruta de capital más acumulación de inventarios) fue del 17.6% del PIB, y la profundidad financiera del 17.5%.

**EL DESARROLLO COMPARTIDO 1970-1976
Y ALIANZA PARA LA PRODUCCIÓN**

Durante este periodo se inicia un proceso de transición en el modelo económico; si bien continuaba la idea de la industrialización del país a través de política

fiscal y monetaria, el problema del descontento social y la concentración creciente del ingreso genera el planteamiento de aplicar una política económica de distribución del ingreso, lo que va incrementando de manera persistente y significativa el déficit fiscal, cuyo financiamiento se realiza a través de tres mecanismos: la emisión monetaria, los créditos crecientes del Banco de México al gobierno y la deuda externa.

Los subsidios se incrementan y el tamaño del sector público también mediante la compra de empresas privadas. El objetivo era mantener los niveles de ingreso disponible y empleo de la población.

Durante la década de los setenta la recesión en los países industrializados, el creciente déficit fiscal y el déficit comercial generaron fuertes expectativas de devaluación; con el tipo de cambio fijo se generó un acelerado proceso de dolarización y fuga de capitales. Para evitarlo, el gobierno autorizó a la banca de depósito captar recursos en dólares en todo el país; poco a poco se activó una reconversión de pasivos de moneda nacional a moneda extranjera al tiempo que continuaba la fuga de divisas y los sectores no dolarizados presionaron al gobierno y lograron la ampliación al límite de depósitos en dólares argumentando que la dolarización interna era preferible a la dolarización en el exterior.

En este proceso la banca participó activamente generando un cambio drástico en la composición de su captación y la canalización de recursos. La especulación en dólares pronto desplazó a la inversión productiva y los ahorradores y la banca misma veían en la cuenta bancaria y el ahorro denominado en dólares una alternativa muy rentable.

De 1972 a 1976 el encaje legal llegó a ser 50% superior a la tasa promedio efectiva que había prevalecido en los doce años anteriores; en 1975 el encaje legal fue de 58.1% con el objeto de que los recursos captados por la banca se destinaran a financiar el déficit gubernamental, se modificó la legislación para incrementar las operaciones de la banca comercial, y entonces surgió la “banca múltiple” que la autorizaba para ofrecer servicios especializados tales como depósitos, cuentas de ahorro, hipotecas y administración de fondos fiduciarios. Adicionalmente el congreso aprobó la Ley del Mercado de Valores y se creó la Comisión Nacional de Valores, creando así el marco legal para el desarrollo de los intermediarios financieros no bancarios y el marco de supervisión y regulación al que estaría sujeto.

La banca incorporó otras actividades de intermediación financiera como las compañías de seguros, las de fianzas, las arrendadoras, los almacenes de depósito, las casas de bolsa, las sociedades de inversión, etcétera, generando poderosos grupos financieros que lograron privilegios por parte del gobierno. Sus actividades se establecían en función de los intereses de la banca más que de las

empresas industriales y comerciales (Tello Macías, 1984); de hecho, las instituciones bancarias utilizaban a las sociedades de inversión como un instrumento auxiliar para el financiamiento del grupo financiero al que pertenecían y en su cartera de inversión aparecían los títulos de compañías cuyo accionista principal era el propio banco, lo que generó un fuerte crecimiento del crédito bancario como porcentaje del PIB (Gráfica 1).

En 1976 se devaluó el peso, con la consecuente espiral inflacionaria y la inestabilidad macroeconómica; a partir de entonces se planteó la necesidad de dar flexibilidad al sistema financiero y en 1977 se introdujeron nuevos instrumentos de captación como los certificados de depósito, el papel comercial, las aceptaciones bancarias, obligaciones y bonos indizados. Por su parte el gobierno emitió nuevos instrumentos de captación como los Certificados de la Tesorería (CETES) y los Bonos del Petróleo (PETROBONOS), los Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES) y los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS); los tres últimos operaban como coberturas cambiarias con el objetivo de mantener el ahorro en el sistema financiero nacional. En 1978 se estableció el Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL).

De 1970 a 1982 hubo un importante desarrollo financiero, la relación entre la captación bancaria y el PIB se duplicó, pasando del 25% al 50%, y el crédito bancario se incrementó a un ritmo similar, mostrando una participación estable en el activo bancario de 63% en promedio (Mántey de Anguiano, 2010: 20).

Para los años ochenta se consideró que dicho sistema era demasiado rígido para funcionar de manera adecuada. De acuerdo con el análisis de la época los controles cuantitativos del crédito (cajones selectivos) y el control que se ejercía sobre las tasas de interés pasivas y activas habían logrado que los agentes económicos buscaran una mejor colocación de sus recursos (fuga de capitales y dolarización), mientras que las empresas preferían recurrir al endeudamiento externo, en tanto que la banca racionaba el crédito ante el retiro de los ahorros de la población. La conclusión era que las instituciones financieras se habían debilitado debido al exceso en la regulación y las condiciones macroeconómicas imperantes.

Para fines de julio de 1982 el 34.9% de los depósitos bancarios no monetarios estaba denominado en moneda extranjera; ante esta situación las autoridades financieras suspendieron durante una semana las operaciones cambiarias y cuando el mercado se reabrió se introdujo la modalidad de un tipo de cambio dual. El primero de septiembre de 1982 se impuso un control cambiario y se nacionalizó o estatizó la banca comercial; la idea principal era que además de detener la fuga de capitales se iba a independizar la política financiera interna de la tiranía del mercado internacional de dinero y capitales (Tello M., 1984: 126).

El argumento de la nacionalización de la banca comercial era que no desempeñaba adecuadamente su papel de intermediación financiera, gozaba de enormes privilegios frente al gobierno y el resto de la iniciativa privada y que se desenvolvía al amparo de una legislación anacrónica, dispersa, compleja y confusa que sin embargo en mucho la beneficiaba, y descansaba, en alguna medida en la especulación y otras prácticas nocivas para la economía (Tello Macías, 1984).

Como consecuencia cayó la captación bancaria pues las tasas de interés eran en términos reales negativas, y sus rendimientos menores a los de los activos financieros públicos. La banca perdió participación en la captación del ahorro y las empresas privadas utilizaron fuentes alternativas de financiamiento, principalmente a través de papel comercial tanto bursátil como no bursátil, lo que impulsó con fuerza al mercado de valores.

NEOLIBERALISMO ECONÓMICO 1983-2009

La crisis bursátil-financiera de 1987 sentó las bases de lo que sería la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capitales e impuso a las instituciones financieras la imperiosa necesidad de un ajuste profundo de sus productos, tecnología y apertura, a la par que el gobierno en turno debió modificar la legislación.

Durante aquel año el Banco de México (Banxico) se retiró del mercado de cambios y el gobierno comenzó a delinear lo que sería la nueva silueta del mercado bursátil, más pequeño y acotado, con menos emisoras, menos clientes e intermediarios y con un claro predominio de inversión extranjera. Se aceleró el proceso de innovación y reforma financiera para repatriar capitales y apoyar la intermediación financiera (Aspe Armella, 1993), y se crearon nuevos instrumentos financieros con vencimientos más largos y con tasas flexibles, como las obligaciones capitalizables, los bonos de desarrollo del gobierno federal (BONDES), los pagarés que otorgaban protección cambiaria (PAGAFES), los bonos que protegían el dinero del alza inflacionaria (AJUSTABONOS), los certificados de participación en un fideicomiso que mantiene barras de plata (CEPLATAS) y los TESOBONOS. A la par se fue abriendo la economía hasta su completa apertura con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) que entró en operación en 1994; con ello se abrió la cuenta de capitales de la balanza de pagos y se generó también mayor apertura y transparencia a la información financiera.

Se crearon nuevos instrumentos bancarios como la cuenta maestra, los depósitos a plazos preestablecidos, los certificados de depósito y los pagarés ban-

carios; e instrumentos para inversión extranjera en el mercado bursátil como las acciones de libre suscripción y los fondos neutros, los valores para el sector privado como las aceptaciones bancarias, el papel comercial y las obligaciones.

La idea era desarrollar una nueva cultura financiera que se completó con la privatización bancaria.

La reforma financiera de 1988-1989 liberalizó el mercado de capitales, eliminó las restricciones a las tasas de interés y eliminó los cajones selectivos de crédito. La reprivatización bancaria de 1990-1991 modificó el panorama bancario y eliminó la llamada represión financiera, se terminó con la intervención directa del banco central al suprimirse los requisitos de reserva obligatoria (encaje legal) y los controles sobre las tasas de interés pasivas y activas (Aspe Armella, 1993), y en 1991 se elimina el coeficiente de liquidez que obliga a la banca a invertir el 30% de la captación en títulos de deuda; además se crearon más instrumentos financieros como las ADR, CPO o los Warrants.

Estos cambios atrajeron enormes cantidades de capitales especulativos; de 1991 a 1993 México captó flujos de inversión extranjera directa por 15.1 mil millones de dólares, más que cualquier otro país de América Latina; así mismo, colocó importantes cantidades de bonos de deuda de empresas públicas y privadas y las grandes empresas encontraron nuevas fuentes de financiamiento, con menores tasas a través de la colocación de valores en los mercados internacionales.

La eliminación del déficit fiscal y el superávit generado por la privatización bancaria permitió a la banca destinar mayor cantidad de recursos al financiamiento y en 1994 el crédito bancario llegó al 43.5% del PIB. La oferta de recursos prestables para la banca nacional creció de forma significativa, los depósitos bancarios crecieron de un 20% del PIB en 1989 a un 30% en 1994.

Entre 1988 y 1992 el financiamiento real al sector privado creció a una tasa anual del 31%, 10 veces más que el incremento en el PIB en dicho periodo, a su vez la razón deuda a capital de las principales 500 empresas del país pasó del 49% en 1991 al 83% en 1994 (Ampudia, 2001). De 1988 a 1994 el crédito de la banca comercial al sector privado creció en términos reales un 277%, y el crédito al consumo mediante tarjeta de crédito creció en promedio a un 31%, el crédito directo para bienes de consumo durables a un 67% y el crédito hipotecario un 47% promedio en términos reales (Gil Díaz, 1996), por último entre enero de 1991 y noviembre de 1994 el IPC subió 315%.

Estos importantes cambios generaban retos enormes a la legislación financiera y en muchas ocasiones sobrepasó su capacidad de reacción. Para 1994 la sobrevaluación del peso, el sobreendeudamiento de las familias y empresas, junto con el deterioro de la situación política y el incremento de las tasas de interés a nivel internacional precipitaron la devaluación del peso, afectando profunda-

mente al sistema bancario. Las tasas de interés se dispararon del 20% al 110% entre enero y marzo de 1995, mientras que la cartera vencida de la banca se disparó y los activos bancarios se deterioraban generando una fuerte crisis bancaria.

Al principio de la crisis, las reservas bancarias apenas cubrían un 2.5% de los depósitos, lo que generó una fuerte contracción del crédito del 10% en 1995; como resultado hubo un cambio drástico en la transferencia neta de recursos del sector privado no financiero al sector bancario, revirtiendo el flujo de recursos monetarios.

Durante los tres primeros meses de 1996 las transferencias de recursos financieros del sector privado a la banca fueron mayores a los 25 mil millones de nuevos pesos, es decir entre 15 y 20% del PIB. Naturalmente esta situación no podía sostenerse y el gobierno tuvo que establecer diversos esquemas de reprogramación y reestructuración de la deuda privada y rescatar a los bancos mediante el FOBAPROA.⁵ De no haber sido por ello, la morosidad hubiera aumentado mucho más y la banca no hubiera podido liquidar a sus depositantes, lo que hubiera generado insolvencia, pánico bancario, corridas bancarias y el colapso del sistema financiero (Michael & Hausmann, 1997: 55).

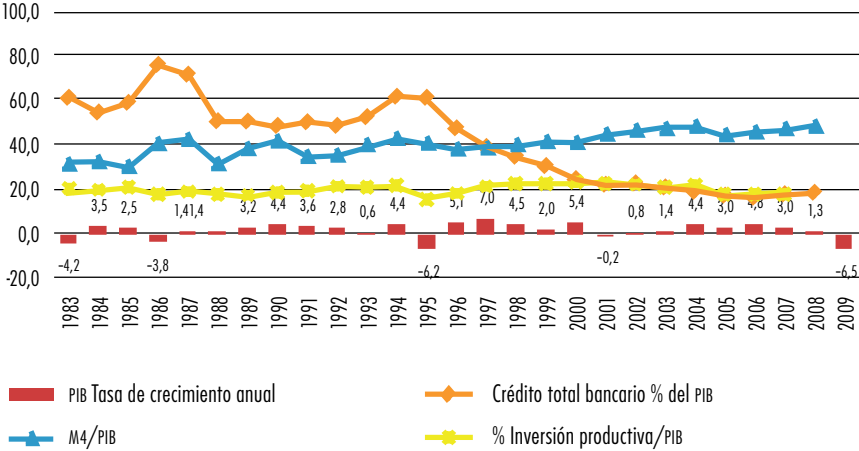
Durante el sexenio de Ernesto Zedillo Ponce de León el crédito de la banca comercial al sector privado se redujo en un 73%. Esta severa crisis bancaria generó un shock tanto de oferta como de demanda en el crédito bancario; de 1995 a 2005 la banca comercial en México prefirió mantener activos financieros a corto plazo y otorgar préstamos a corto plazo, y su función principal se concentró en proveer los servicios de compensación para los pagos que no se realizaban en efectivo. En 2005 el negocio bancario dio un giro y las mesas de dinero pasaron de ser el pilar de los ingresos bancarios a ser sólo una herramienta de fondeo. Las tesorerías de los bancos comenzaron a utilizar las mesas de dinero como instrumentos de fondeo de recursos mientras canalizaban sus excesos de liquidez al crédito, en especial al de consumo, la cartera vigente de tarjetas de crédito creció 55.8% llegando a los 129 mil millones de pesos por lo que la rentabilidad bancaria provenía del aumento del cobro de intereses que fue del 39.5%; el 37% lo pagó el sector privado, mientras que el 55% se centró en opciones como el financiamiento otorgado al IPAB y Pidiregas.

En la primera parte del periodo el crecimiento económico se redujo de manera sustancial promediando una tasa de 1.7% y en la segunda de 2.1% en tanto que el crédito total bancario como porcentaje del PIB promedió 57% y 30.1%,

⁵ Fondo Bancario para la protección al ahorro.

respectivamente; los datos para la inversión productiva fueron 19.9% y 20.7% en tanto que la profundización financiera fue de 37.9% y 44.3%. (Gráfica 2).

Gráfica 2
Modelo neoliberal del desarrollo.
Neoliberalismo y liberalización financiera

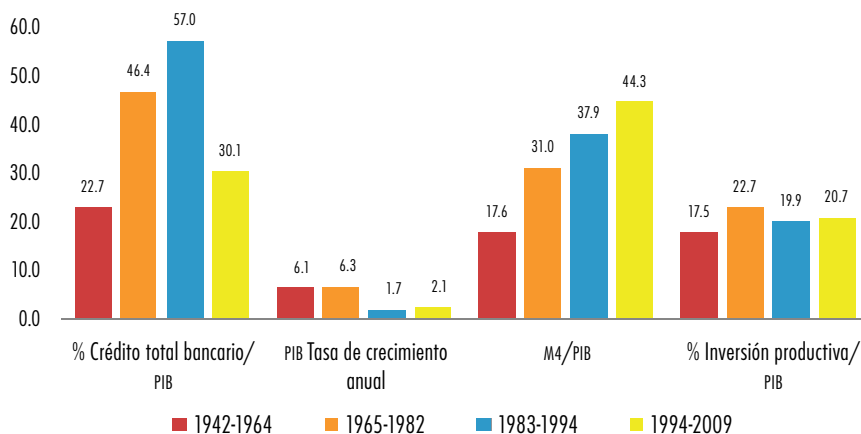


Fuente: Elaboración propia con *Informes anuales de Banco de México*, INEGI, Pedro Aspe (1993: 69).

Como puede observarse el crédito bancario como porcentaje del PIB muestra una extraordinaria caída, mientras que la inversión productiva logra mantenerse mediante su fondeo en los mercados internacionales de capital y deuda externa para las empresas medianas y grandes y el creciente uso del crédito de proveedores, de otros pequeños intermediarios financieros y del sector informal para la micro y pequeña empresas, aun y a pesar de que se sigue incrementando la profundidad financiera.

La Gráfica 3 nos permite realizar un comparativo entre los periodos analizados, se observa claramente cómo se ha ido incrementando la profundidad financiera, pero no así la inversión productiva, el crecimiento económico es cada vez más endeble al igual que el crédito bancario, a pesar de la continua lucha por la innovación financiera y los avances en la profundización.

Gráfica 3
Comparativo



Fuente: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, INEGI, Pedro Aspe y PRONAFIDE 2008-2012.

CONCLUSIONES

La presente investigación muestra que no existe una relación sistemática entre la profundidad financiera y el crecimiento económico, tampoco existe una relación directa entre el crédito bancario y el crecimiento económico, ni entre represión financiera (periodo previo a la liberalización financiera) y el crecimiento económico.

El libre mercado de capitales, dinero y recursos financieros busca la opción más rentable de inversión, y ella no necesariamente se encuentra en la producción, pues la especulación cambiaria, la administración del sistema de pagos y el crédito al consumo generan importantes rendimientos.

La banca comercial se ha ido adaptando a las condiciones en cada momento histórico, buscando en primera instancia su rentabilidad y la satisfacción de los accionistas, los acuerdos con el gobierno federal durante el periodo del desarrollo estabilizador muestran que la denominada represión financiera no existió en términos reales. El uso de instrumentos directos de política económica, junto con una meta explícita de crecimiento económico e industrialización acompañados de la prudencia en el manejo del financiamiento del déficit fiscal por instrumentos no inflacionarios, y un tipo de cambio fijo generaron los mejores resultados en materia de crecimiento económico durante el desarrollo estabilizador.

Las instituciones financieras se ajustan a su entorno económico y político, y la liberalización extrema y la denominada autorregulación pueden generar efectos adversos y provocar crisis bancarias no sólo por factores de inestabili-

dad macroeconómica, sino también por errores de administración, expansión acelerada de carteras de crédito e insuficiencia de regulación y de supervisión.

El éxito del desarrollo estabilizador fue una política explícita de promoción industrial e instrumentos de política monetaria directos en un entorno de estabilidad, administración adecuada del presupuesto público y promoción del mercado interno, tanto en la captación de recursos financieros como en la aplicación de los mismos hacia la actividad productiva.

BIBLIOGRAFÍA

- Ampudia, N. C., *Macroeconomía y Sistema financiero mexicano*, Guadalajara, Universidad Panamericana, 2001.
- Aspe Armella, P., *El camino mexicano de la transformación económica*, 1ª ed., México, D.F, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- Calvo, G., “Comentarios a la Parte II”, en R. Hausmann & L. Rojas-Suárez, *Las crisis bancarias en América Latina*, Chile, Fondo de Cultura Económica-Banco Interamericano de Desarrollo, 1997, pp. 73-76.
- De Juan, A., “Las raíces de las crisis bancarias: aspectos microeconómicos”, en R. Hausmann, L. Rojas-Suárez & B. I., Desarrollo, *Las crisis bancarias en América Latina*, Chile, Fondo de Cultura Económica, 1997, pp. 91-116.
- Fama, E., “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work” en *Journal of Finance* 25, 383, 1970.
- Gil Díaz, F., *The Origins of México's Financial Crisis*, 17, 1996.
- Jensen, M., “Random Ealks and Technical Theories: some Additional Evidence” en *Journal of Finance*, 25, 1970.
- Mántey de Anguiano, G., “Políticas financieras para el desarrollo en México: ¿Qué hemos aprendido de 1958 a 2008?”, en G. Mántey de Anguiano, N. Levy Orlik & U.N. México, *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México*, México, D.F, Plaza y Valdés Editores, 2010, pp. 15-43.
- McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973.
- Michael, G. & Hausmann, R., “Las raíces de las crisis bancarias: contexto macroeconómico”, en R. Hausmann & L. Rojas-Suarez, *Las crisis bancarias en América Latina*, Chile, Fondo de Cultura Económica, Banco Interamericano de Desarrollo, 1997, pp. 32-72.
- Soros, G., *La crisis del capitalismo global, la sociedad abierta en peligro*, México, Plaza Janes, 1999.
- Tello Macías, C., *La nacionalización de la banca en México*. México, D.F., Siglo XXI Editores, 1984.

VI

FINANCIARIZACIÓN DE LAS ENTIDADES PÚBLICAS EN MÉXICO. UN OBSTÁCULO AL DESARROLLO

Roberto Soto

RESUMEN

El objetivo de este artículo es analizar cómo las entidades públicas (EP) en México han llevado a cabo el proceso de financiarización, el cual ha provocado que parte de los recursos públicos sean utilizados por las entidades financieras en inversiones de alto riesgo. Es decir, las EP se han incorporado a lo que se denomina gestión pública, lo cual consiste en que las EP adoptan las prácticas administrativas y financieras de las entidades privadas. Lo anterior, según los promotores de la burSATILIZACIÓN, con la finalidad de captar mayores recursos, pero la evidencia empírica ha demostrado que la falta de conocimiento y el riesgo implícito de los mercados financieros ha provocado quiebras en la entidades públicas, tal es el caso del Condado de Orange en California, Estados Unidos, donde en 1995 las operaciones financieras que llevó a cabo el tesorero del Condado provocaron la quiebra del mismo. Por lo que es necesario reformular el planteamiento del manejo de las finanzas estatales, municipales y de los organismos descentralizados en México.

Palabras clave: política pública y regulación y financiarización.

THE FINANCIALIZATION OF PUBLIC AGENCIES IN MEXICO: AN OBSTACLE TO DEVELOPMENT

ABSTRACT

The aim of this article is to analyze how public agencies (PA) in Mexico have carried out the process of financialization, which has resulted in some public resources being used for financial bodies in high-risk investments. In other words, PAs have begun to practice what is known as public management, which means that the PAs adopt the administrative and financial practices of private companies. According to supporters of securitization, all of this is meant to raise greater capital, but empirical evidence has demonstrated that the lack of knowledge about and the risk implicit in financial markets have brought about financial ruin for public agencies, as is the case for Orange County in California, the United States, where in 1995, the financial operations that the county's treasurer was conducting brought on financial ruin. As a result, it is time to rethink the approach used to manage finances in the states, municipalities and decentralized bodies of Mexico.

Key words: public policy, regulation and financialization.

INTRODUCCIÓN

El proceso de desregulación financiera y comercial ha provocado que los participantes en la economía adopten nuevas formas de competencia, lo que ha conducido a la libertad de negocios, donde las operaciones financieras tienen como características principales la opacidad, la autorregulación y el alto riesgo implícito en ellas; lo anterior ha provocado transformaciones en el sistema económico, que se han profundizado desde la década de los años ochenta del siglo xx.

Autores como Shiller (Séller, 2003) y Stiglitz (2002) afirman que estos cambios se dieron de manera irracional, lo cual contradice a la teoría neoclásica, vigente en la economía hoy en día, donde “el fundamento de la teoría dominante para explicar el funcionamiento de los mercados, es el axioma de que la conducta económica de los agentes individuales es racional” (Noriega, 2001).

A partir del axioma de racionalidad podemos especificar las hipótesis explicativas de la conducta de los consumidores y productores, los cuales buscan maximizar sus funciones de utilidad y beneficios (respectivamente), considerando las restricciones a las que está sujeto cada agente.

Este comportamiento codicioso, contagioso e irracional, ha provocado que ante los diversos escenarios de crisis cada vez más recurrentes y profundos, los participantes en la economía buscaran protegerse de los riesgos inherentes a las operaciones financieras, anticiparse a los efectos en la volatilidad de las variables monetarias (tipo de cambio y tasa de interés), así como los efectos derivados del sobre-apalancamiento.

La desregulación financiera provocó más competencia por la ganancia y con el objetivo de alcanzar la máxima ganancia posible en el menor horizonte de tiempo, fue necesario utilizar todas las herramientas y vehículos posibles por lo que se recurrió a todo tipo de innovaciones financieras, en particular en el uso y manejo de Instrumentos Financieros Derivados (IFD).

Más aún, la amplia difusión de las dificultades financieras en las vísperas de una crisis e incluso en momentos de elevada iliquidez de los mercados incentivó y dio lugar al crecimiento explosivo de los mercados de derivados,¹ que por su

¹ Para quienes operan los derivados (visión ortodoxa) tal como los inversionistas institucionales y bancos principalmente, afirman que los IFD se crearon para disminuir los riesgos financieros y mejorar la eficiencia financiera y donde el precio de estos instrumentos depende de la tendencia futura del valor subyacente o de referencia. Para otros operadores, analistas y académicos principalmente (visión heterodoxa), los derivados son un medio para realizar actividades de especulación, evadir aspectos impositivos y legales, con el fin de generar ingresos extraordinarios, provocando en algunos casos dificultad para las instituciones financieras y monetarias en la consecución de sus objetivos (Soto, 2010).

naturaleza es un mercado autorregulado, opaco, sobre-apalancado, especulativo y por tanto riesgoso. Es decir, hablamos de un mercado (tanto organizado como OTC) que a valor notional² representó en 1989, 3.8 billones de dólares, para diciembre de 2008 alcanzó alrededor de 650 billones de dólares y para junio de 2011, alcanzó 684 billones de dólares, lo que significa más de 9 veces el producto mundial estimado para 2011, según el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Dicho mercado ha sido factor, sin ser el único, en los casos que mencionamos a continuación en escenarios de quiebras de grandes empresas como Enron a principios del siglo XXI, regiones como el Sudeste de Asia a finales del siglo XX, o la misma crisis mexicana en 1994 entre otras.

También ha influido en la crisis en los Estados Unidos de 2007-2009, llamada crisis hipotecaria, la cual provocó una serie de quiebras, rescates y adquisiciones:

- a)* Intervención del gobierno de los Estados Unidos para el rescate de Citigroup, Fannie Mae y Freddie Mac,
- b)* Quiebra de Lehman Brothers,
- c)* Adquisiciones de Merrill Lynch y Bear Stearns por parte de Bank of America y JP Morgan Chase respectivamente o,
- d)* Rescate de AIG por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Este tsunami financiero está afectando a Europa, casos particulares son Grecia, España, Portugal, Irlanda, Italia, quiebra de diversas entidades financieras y no financieras, en las que el uso de IFD es la constante en todos los casos.

Las consecuencias de la crisis son tanto el costo financiero como social, debido a que los rescates financieros están implicando una disminución del gasto público excepto lo que tienen que ver con la generación de pago internacional, deuda externa -pago de intereses y amortizaciones- es decir, seguir el modelo de ajuste del FMI y BM que fue implementado en países como México.

El ejemplo actual es Grecia, donde los organismos financieros internacionales como el FMI, han “sugerido” implementar una serie de políticas de ajuste que permitan reducir su gasto al mínimo y así poder restablecer el crecimiento y la competitividad (FMI, 2011).

Los costos financieros son muy importantes, algunas estimaciones sobre los recursos que se han utilizado para el amortiguamiento de la crisis giran alrededor de más de 11 billones a nivel mundial y 3 billones de dólares en los Estados

² El valor notional es el que se establece en el contrato financiero, aunque no necesariamente es el valor del cierre del contrato.

Unidos, que es a todas luces insuficiente dado el volumen de recursos que se negocian en el mercado de derivados, considerando sólo las entidades financieras.

El efecto social es claro, los niveles de desempleo a nivel mundial se han incrementado considerablemente, tan sólo los niveles de desempleo para 2011 se han incrementado (según el FMI) a niveles del 10% en la zona del euro, 8.2% en el grupo de los 7,³ 20% en España, 16% en Grecia.

Ante este escenario ¿qué fue lo que desencadenó esta crisis?, ¿porqué los conglomerados financieros y no financieros utilizaron instrumentos de alto riesgo?, ¿por qué las entidades públicas invierten en mercados altamente especulativos, dañando así sus finanzas?, ¿por qué en México se ha adoptado el proceso de financiarización, no compatible con el desarrollo humano?

Por tanto, el objetivo de este artículo es analizar cómo las entidades públicas (EP) en México han llevado a cabo el proceso de financiarización lo cual ha provocado que parte de los recursos públicos sean utilizados por las entidades financieras en inversiones de alto riesgo, es decir en productos financieros derivados, afectando de manera significativa las políticas sociales encaminadas al desarrollo humano y en general las finanzas públicas.

DESREGULACIÓN Y EL CAMINO HACIA LA FINANCIARIZACIÓN

La innovación financiera ha permitido que los conglomerados financieros y no financieros utilicen la ingeniería financiera para poder aumentar su liquidez y diseminar riesgos. Las grandes empresas enfrentan una fuerte competencia por ello buscan una nueva forma de incrementar sus ganancias por lo que utilizan a sus tesorerías que manipulan sus estados contables por medio de la contabilidad creativa, permitiéndoles alcanzar sus objetivos financieros.

Para lograr lo anterior, los mega-conglomerados recurren a los mercados de derivados, en los cuales realizan operaciones financieras de alto riesgo, sobrepalancadas y en la mayoría de los casos en paraísos fiscales, generando nuevos ingresos, administrar sus activos, pasivos y capital y así lograr una gestión fiscal favorable.

Por ello, tanto los mega-conglomerados financieros como no financieros (ya sean privados como públicos) adoptaron un proceso denominado financiarización, que se refiere "...al creciente papel de las motivaciones financieras, los

³ Estados Unidos, Canadá, Italia, Inglaterra, Francia, Alemania y Japón.

mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en las operaciones de las economías domésticas e internacionales” (Guttmann, 2009).

Este proceso consiste en la búsqueda del máximo valor accionario, es decir, el objetivo de las corporaciones es incrementar el valor de las acciones en el corto plazo dejando en un segundo plano los objetivos de largo plazo (asociados a la parte productiva de la empresa).

En el mismo sentido, Arrighi, citado por Epstein (2001), considera que “... la financiarización es el patrón de acumulación en el cual los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros más que a través del comercio y de la producción de materias primas”. Asimismo Palley (Palley, 2007) considera que “... ha cambiado la estructura y operación de los mercados financieros y [son éstos] el corazón del proceso de financiarización, lo que revela la necesidad urgente de restablecer el control efectivo de ellos” (Chapoy y Girón, 2009).

Los mercados financieros se convirtieron desde el rompimiento de Bretton Woods, en un espacio de renovada competencia entre empresas financieras y no financieras en la búsqueda de un rendimiento creciente. En particular, el mercado de derivados se transformó en un vehículo de generación de liquidez y de ganancia muy importante tanto para bancos como para instituciones financieras no bancarias.

Una de las razones de esta transformación fue la necesidad de las empresas (tanto financieras y no financieras como privadas y públicas) por alcanzar nuevos medios de financiamiento, considerando que su fuente principal es el volumen, liquidez y administración financiera de sus reservas y todo tipo de líneas de crédito se habían contraído. Por lo que las tesorerías de los participantes se adaptaron con las mejores innovaciones y el personal más calificado para poder cumplir sus objetivos. Este punto es fundamental para poder entender la complejidad de las operaciones con instrumentos derivados.

Las tesorerías han venido utilizando lo más novedoso en cuestiones contables (llamada contabilidad creativa). Con la utilización de los IFD y de la contabilidad creativa ha sido posible ocultar pérdidas o justificar ganancias y refinanciar pasivos, haciéndose cada vez más opaco tanto el balance de las empresas como de los intermediarios financieros en particular del sistema bancario.

En realidad, la propia desregulación ha permitido que las grandes empresas financieras y no financieras obtengan recursos por medio de los IFD. Aunque de manera desigual la ganancia financiera generada con la innovación se ha distribuido a todo lo largo de los mercados financieros, especialmente en los mayores conglomerados financieros, pero también en los fondos de inversión y tesorerías de grandes empresas.

Se sostiene que a través del comercio de derivados algunos intermediarios financieros y corporaciones pueden obtener una parte importante de sus ingresos que ya no proceden de sus actividades tradicionales (en el caso de los bancos, otorgando crédito), es decir pasamos al fenómeno de la financiarización.

La utilización de estos instrumentos también permite la diseminación del riesgo a otro tipo de agentes, difundiendo ciertos riesgos hasta un punto que permanecen ocultos, tanto para los reguladores como para los propios grandes participantes en los mercados.

Lo anterior ha propiciado que los productos derivados generen y alimenten la formación de burbujas especulativas, debido a que pueden modificar los precios relativos de los activos financieros y no financieros, con lo que se pueden generar olas de inflación financiera, inestabilidad y crisis.

Dichas burbujas han sido un factor esencial en la concentración del excedente a lo largo del mundo económico crecientemente global; asimismo, han llevado a las empresas a buscar ingresos y rentabilidad para mantener crecientes precios de sus acciones.

Las burbujas bursátiles más recientes habían llevado el precio de las acciones a niveles que no se corresponden con los resultados productivos, incluso provocando cambios significativos en conceptos contables, procesos de valuación de los distintos componentes del balance y en la formulación de los resultados.

De tal manera que la contabilidad de las empresas ha sido reestructurada con la lógica de la financiarización de la economía, es decir, se busca incrementar sus ingresos mediante el manejo de la ingeniería financiera en mercados distintos al del producto (Guttman, 2009; Palley, 2007, entre otros).

Eventualmente al poder producir ingresos por medio de derivados, es evidente que se puede gestionar los pasivos y la capitalización de una empresa o entidad pública. Por ejemplo, el uso de los *Stocks Options*, que dan derecho a comprar acciones de una empresa por debajo de sus precios de mercado, es una forma de lograr estos objetivos.

Tal es el caso de Enron que emitió *Stock Options* para otorgárselas a sus ejecutivos como compensaciones, así como la utilización de entidades con fines específicos para realizar transacciones de derivados OTC, que le permitió contraer préstamos sin registrar deuda, transferir pasivos y/o ganancias dependiendo el objetivo que se planteaban, o recurrir al Valor Hipotético a Futuro, el cual consiste en registrar ingresos/pérdidas de las operaciones financieras para así poder manipular el valor de las acciones. Todo típicos ejemplos de contabilidad creativa.

Es decir, estas operaciones son una forma de compensación que se empezó a utilizar durante la década de los ochenta del siglo pasado. Los instrumentos

eran entregados a los empresarios y ejecutivos para después simular que nada de valor había cambiado de manos.

Este tipo de incentivos depende de la evolución de las acciones de la empresa en la bolsa, es decir, el valor de las acciones en el corto plazo debido a que en este plazo es más fácil mejorar las apariencias de prosperidad que aumentar los beneficios reales.

Es importante destacar que el componente principal de las remuneraciones de los más importantes directivos de los mega-conglomerados en particular de los no financieros (CNF) está definido por el precio de las acciones.

Con este tipo de opciones, las empresas podían deducir de sus impuestos las ganancias de sus empleados cuando ellos ejercieran sus opciones, pero las empresas no tuvieron que incluir este costo en sus declaraciones de ingresos ante los accionistas. Es por ello que este tipo de opciones permitió a las empresas exagerar sus ganancias visibles al tiempo de disminuir sus impuestos en forma considerable.

En este tipo de operaciones, los Inversionistas Institucionales⁴ (II) juegan un papel fundamental convirtiéndose en los negociadores y tenedores dominantes de las acciones de las mayores CNF.

Realizan una constante compra-venta de activos con el objetivo de obtener rentabilidad en el corto plazo. Al existir presiones por mantener a la alza el precio de las acciones, los II presionan sobre los directivos de las CNF para que satisfagan su necesidad de mantener altos estos precios a través del mercado de derivados.

En resumen, los mega-conglomerados están utilizando la contabilidad creativa para poder manipular sus estados contables, valiéndose para ello de la ingeniería financiera y el uso de IFD, con el apoyo de las grandes calificadoras como Fitch Rating, Standard & Poor's y Moody's.

Es por ello que a partir de la desregulación financiera los mega-conglomerados financieros y no financieros (públicos y privados) iniciaron una transición hacia la financiarización, es decir, dejan de lado la actividad funcional de su industria e inician un camino hacia el sector financiero y obtener así un incremento en sus ganancias. Para ello fue necesario realizar todo tipo de prácticas financieras que les permitieran lograr este objetivo y que desde luego no implicara un excesivo pago.

⁴ Están conformados por compañías de seguros, fondos de pensión, sociedad de inversión y fondos especulativos (cobertura) principalmente.

NUEVA “GERENCIA PÚBLICA”: ENTIDADES PÚBLICAS Y FINANCIARIZACIÓN EN MÉXICO

Las empresas privadas se han ido “adaptando” a esta ola desreguladora en un contexto de mayor competencia por la ganancia como lo pudimos percibir en párrafos anteriores.

Pero no fueron las únicas que se transformaron, desde la implementación de los modelos de ajuste del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial; las entidades públicas se han visto ante la necesidad de “adoptar” (por no decir que fueron obligadas) las formas de administración privadas en un contexto de globalización. Por tanto, el Comité de Cooperación Técnica de la OCDE, formuló una sugerencia trascendental sobre el concepto administración pública y el modo más adecuado de llamarla al tenor de la globalización: “la responsabilidad exige un nuevo estilo administrativo, el de la gestión pública”. Desde entonces dicha gestión pública (*Public Management* es el término emblemático que identifica el enfoque de la administración pública que ostenta esta corriente económica neoliberal (Guerrero, 2003: 177).

Según esta idea de la nueva gerencia pública, la administración pública sólo será eficiente proveyendo bienes y servicios cuando sea rentable, es decir, para ser rentable debe orientarse al cliente; para orientarse al cliente debe evadirse de su nicho burocrático y situarse en el mercado (Guerrero, 2004: 11).

El problema se hace mayor cuando las entidades públicas adoptan las mismas prácticas financieras que las privadas, esto es, el uso de los recursos públicos en operaciones de alto riesgo.

Es muy importante recalcar que estas transformaciones se han profundizado a partir de la década de los noventa del siglo xx cuando la administración pública adoptó los principios de la gerencia privada.

Esto es, en un entorno de desregulación financiera, las economías, en particular en México, adoptaron el modelo de ajuste sugerido por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, que tenía como uno de los objetivos el desarrollo de la economía de mercado, para lo cual se iba a llevar a cabo por medio de diversas estrategias, entre ellas la reducción del espacio económico del Estado.

Es decir, y retomando a Guerrero (2004), la administración pública ha reflejado ineficiencia en el manejo de los recursos privados, por lo que es necesario llevar a cabo un proceso de exo-privatización, donde la producción de bienes y servicios públicos ahora es realizada por la administración privada y en una segunda instancia tenemos la endo-privatización, que consiste en la sustitución de la administración pública de los intereses nacionales, por los principios de la

gerencia privada, es decir, se sustituye la idea del bien público, la solidaridad, por la búsqueda de la ganancia, a decir de Guttman (2009), vivimos en un sistema dominado por las finanzas.

Pero ¿qué papel juegan las entidades públicas en un contexto de innovación financiera?, ¿deben participar en inversiones de alto riesgo cuando tienen déficit en infraestructura?

Uno de los procesos que las entidades públicas han seguido como resultado de la desregulación financiera es la llamada titulización o bursatilización,⁵ pero existen diversos escenarios de crisis que demuestran que este tipo de operaciones son de alto riesgo y que en cualquier momento pueden provocar pérdidas importantes o quiebras de las entidades.

Es importante recordar algo fundamental, estas operaciones financieras que se realizan en los mercados de derivados, generalmente se realizan en el OTC; ello implica que sus operaciones son opacas, es decir, poco transparentes, y es muy difícil contar con cifras nominales de las operaciones, fundamentales para poder sustentar este tipo de trabajos; con lo único que se cuenta son los reportes de instituciones como la *International Swaps and Derivatives*, que informa en sus estudios, cuáles instituciones, sean públicas y privadas, realizan operaciones de alto riesgo; aquí lo trascendente es que dejan de lado, para el caso de las entidades públicas, sus funciones principales.

Un caso, de entre los muchos que hay, es el del Condado de Orange en el Estado de California (ver Recuadro 1) o la reciente crisis hipotecaria ambas en los Estados Unidos 2007-2009 que contagió al resto de las economías.⁶

En síntesis, titulización se refiere a transformar activos sin valor en instrumentos que sí lo tienen, los cuales son adquiridos por los inversionistas en el mercado financiero. En los Estados Unidos es utilizada principalmente en el mercado hipotecario y por las entidades públicas como son los estados y municipios, que han creado un mercado muy importante de bonos municipales; la crisis actual tuvo como uno de los impulsores este tipo de operaciones, provocando pérdidas en los bancos semi públicos como son Fannie Mae y Freddie Mac.

Pero al retomar lo que se detalló al inicio del apartado, las entidades públicas afirman estar en la búsqueda de nuevas fuentes de recursos, por lo que adoptan las mismas prácticas financieras que las empresas privadas.

⁵ El término en inglés es *securitization*.

⁶ Para un análisis detallado de la crisis hipotecaria consultar la revista electrónica www.olafinanciera.unam.mx número 1 y 2.

Recuadro 1 Efectos de la financiarización

El caso del Condado de Orange

El Condado de Orange (CO) en California, Estados Unidos ha sido emblemático porque se trata de una de las entidades más ricas de los Estados Unidos, pero entre finales de 1994 y principios de 1995 sufrió una pérdida de más de 1,700 millones de dólares, lo que representó la quiebra del Condado.

La razón por la cual se presentó fue que el tesorero del mismo manejó los recursos de los contribuyentes invirtiéndolos en bonos estructurados,* por medio de los cuales apostó a que la tasa de interés se mantendrían a la baja. Pedía préstamos con tasas a corto plazo e invertía con tasas a largo plazo. Pero cuando la Reserva Federal elevó las tasas de interés, se presentaron las pérdidas del CO. Merrill Lynch estuvo involucrado en estas transacciones porque fue el que negoció los bonos estructurados; asimismo las calificadoras como Standard & Poor's y Moody's, otorgaron la calificación AAA a los instrumentos adquiridos por CO y a pesar de que había señales de pérdidas en las operaciones de CO, las agencias mantenían las calificaciones más altas.

Cuando se presentó la pérdida, los acreedores se aseguraron de cobrar sus préstamos, vendiendo las garantías que el CO había dejado, y en un segundo momento reempaquetaron los instrumentos y los volvieron a negociar por medio de canjes y titulación que eran las recientes innovaciones de First Boston y otros II, lo anterior les representó ganancias por más de 100 mil millones de dólares.

Las entidades públicas haciendo uso de la gestión pública, utilizan diversas herramientas financieras de inversión, descuidando su objetivo fundamental que era alcanzar el desarrollo humano, una de ellas es la titulación, que es un proceso que forma parte de las notas estructuradas,** siendo un instrumento financiero derivado que se negocia en el mercado OTC y . . .

“a través del cual se agrupan en un fondo común ciertos tipos de activos para transformarlos en títulos negociables que devengan interés. . . La modalidad de titulación más básica tiene dos etapas: a) una empresa con préstamos u otro activo rentable —cedente— determina qué activos desea eliminar de sus libros y los agrupa en una cartera de referencia, vendiéndola a un emisor tal como un vehículo con fines específicos - SPV - creado por una institución financiera con la finalidad de adquirir los activos y mantenerlos fuera del balance para efectos jurídicos y contables. b) El emisor financia la adquisición de la cartera emitiendo títulos negociables que otorgan un interés ofreciéndolos en el mercado de capitales, los que adquieren estos títulos reciben pagos a tasa fija o flotante procedente de una cuenta fiduciaria que está financiada con los fondos generados por la cartera de referencia” (Jobst, 2008).

* Es una estructura sintética que combina una inversión a plazo fijo, un bono y una opción que permite participar en los mercados de renta variable. Este tipo de instrumentos se negocian en el mercado OTC, por tanto implica un alto riesgo (Pedrosa, 2003).

** Son obligaciones de deuda que se derivan de otras obligaciones de deuda. Por sus características —títulos de renta fija ligados a productos derivados— se considera que son productos financieros sumamente complejos y por lo tanto riesgosos.

Lo anterior ha provocado una serie de reformas estructurales que permiten realizar operaciones en el sistema financiero que son catalogadas como de alto riesgo. Pero para calificadoras como Fitch Rating - FR - (2002), la búsqueda de nuevos esquemas de financiamiento es fundamental para el crecimiento económico del país. Considera que es importante llevar a cabo la transformación en la administración pública (gestión pública) lo que permitirá acceder a fuentes de financiamiento alternas (con mejores condiciones y términos) a las del Gobierno Federal.

Para ello, FR sugiere que las entidades públicas, en particular, los estados y municipios adopten una estructura de financiamiento conocida como Fondos de Valores Municipales (FVM), los cuales han sido utilizados en Estados Unidos, Canadá, Japón, etcétera. Este tipo de instrumentos son los denominados *Municipal Bonds*, manejados por los II.

Esto último significa que se invierten en mercados de alto riesgo como los IFD principalmente que se negocian en el OTC y cuyos efectos ya hemos destacado en el presente trabajo y en Soto (2010).

Comprometer los recursos públicos para hacer frente al endeudamiento por medio de FVM es un riesgo que es inherente a las operaciones con IFD.

Un antecedente muy importante de lo anterior fue el caso del Condado de Orange que ya se reseñó en el **Recuadro 1**, cuyas operaciones financieras comprometieron los recursos públicos y que en un corto plazo lo llevó a la quiebra.

En situación de crisis, a los inversionistas les interesa saber si las entidades públicas cuentan con los recursos necesarios para enfrentar el pago de financiamiento; en un informe de FF en 2009, se señala que los inversionistas están temerosos por el impacto de la crisis financiera en las entidades públicas en particular en el ingreso de los estados y municipios. Pero lo que debemos de destacar en este artículo son dos cosas:

- a) Los II y los bancos operan los instrumentos que negocian en los mercados de derivados, es decir en operaciones de alto riesgo.
- b) ¿Qué tipo de recursos están comprometidos en este tipo de operaciones, para el caso de México?

Para responder a este punto sólo hay que remitirnos a lo que informa FR en su reporte de septiembre de 2009 sobre los financiamientos subnacionales calificados (FSC) en el que menciona lo siguiente:

A junio de 2009 había un total de 111 FSC en México, con un valor inicial de contratación de \$122,970 mdp -9,000 millones de dólares. En este reporte se analiza una muestra representativa de los segmentos siguientes: **1)** 82 FSC que utilizan como activo fuente de pago un porcentaje del FGP - fondo general de

participaciones - (65% del total calificado); y 2) 21 fsc cuyo valor representa 31% del total; 17 respaldados por ingresos locales y 4 por el Impuesto sobre Tenencia y Uso de Vehículos (ISTUV) (Fitch Rating, septiembre, 2009).

Esto quiere decir que los recursos públicos están respaldando las operaciones financieras que realizan las entidades con los inversionistas, que es exactamente lo mismo que sucedió con el Condado de Orange.

Esto explica porqué en muchas ocasiones los estados y municipios así como otros organismos públicos subejercen los recursos públicos, a pesar de las carencias propias del subdesarrollo, como es necesario, dada la nueva gestión pública ser una entidad eficiente, eficaz y productiva, y como parte de los requisitos de las agencias calificadoras, mantienen las finanzas sanas, en detrimento de la calidad de los servicios públicos y de la disminución de las carencias.

En México hay 20 estados (Chiapas, Oaxaca, Michoacán, Veracruz, Estado de México, etcétera), 350 municipios y dos organismos descentralizados que operan bajo este mecanismo.

La Suprema Corte de Justicia de la Nación ha afirmado que este tipo de esquemas financieros ha creado fideicomisos de financiamiento y presupuestos multianuales de inversión que evaden cualquier tipo de control constitucional del endeudamiento público y sólo se sujetan a las reglas pactadas en contratos privados, es decir, lo relacionado con la gestión pública versus administración pública.

En un caso particular del estado de Sonora, la Corte invalidó las pretensiones del gobierno de financiarizar los recursos públicos (provenientes de los impuestos), debido a que las operaciones financieras no serían transparentes e implicarían un alto riesgo.

Aunque existen otros estados como el de Veracruz que han llevado a cabo dos operaciones financieras y no se ha hecho ningún pronunciamiento al respecto: en la primera comprometió el cobro del impuesto de la tenencia vehicular y en el segundo, 6 mil 800 millones de pesos de las participaciones federales.

Lo anterior es una de las razones por las que se presenta una falta de recursos destinados a las actividades que combatan la desigualdad y pobreza, y también explica por qué hay subejercicios presupuestales en las finanzas públicas.

Por tanto, es fundamental replantear los esquemas de financiamiento de las entidades públicas, debido a que no pueden ser manejadas como una simple empresa, debido a que cumplen otro tipo de funciones y son de carácter público en beneficio de la sociedad que las conforman.

Los fenómenos de migración motivados por la ausencia de “políticas adecuadas para la generación de empleo, la mejora del ingreso y la reducción de la pobreza y las desigualdades” (García, 2009) son algunas de las consecuencias

del proceso de financiarización que han aplicado las entidades públicas y han motivado la falta de desarrollo en ellas.

Retomando a García (2009), es el Estado el principal responsable y promotor del desarrollo humano, para ello es necesario cambiar de modelo económico dado que el actual sólo ha generado desigualdad y pobreza. Por tanto se deben aplicar políticas regionales como parte de las políticas de desarrollo humano, así como una serie de cambios institucionales que permitan articular las políticas sociales y su desarrollo con las económicas, entre otros puntos.

CONCLUSIÓN

El proceso de financiarización ha llevado a los conglomerados a modificar su esquema financiero, incurriendo en prácticas financieras de alto riesgo que los pueden llevar a enfrentar grandes pérdidas, pero la cuestión no es si han obtenido ganancias/pérdidas, ni su monto, el problema medular es **¿por qué seguir con inversiones financieras en un mercado autoregulado, opaco y de alto riesgo como es el OTC (o el mismo organizado)?**, ¿qué tipo de regulación se debe llevar a cabo en un mercado autorregulado?, ¿por qué permitir que las entidades públicas realicen estas prácticas cuando existen antecedentes donde se han presentado pérdidas, incluso quiebras como es el caso del Condado de Orange?

El problema radica en que bajo el esquema actual de política económica, que sigue el proceso de desregulación financiera, la autoridad ha permitido que las entidades busquen diferentes fuentes de financiamiento, comprometiendo los recursos públicos. Se ha modificado la entidad pública incurriendo en prácticas financieras de alto riesgo que las pueden llevar a enfrentar grandes pérdidas, pero la cuestión no es si han obtenido ganancias/pérdidas, ni su monto, si fue acertado haber realizado este tipo de operaciones, si lograron obtener fuentes de recursos adicionales, el problema central es ¿por qué debe haber inversiones financieras en un mercado autorregulado, opaco y de alto riesgo como es el OTC (o el mismo organizado), como si fueran una empresa cualquiera?, ¿sólo por seguir la nueva gestión pública en un contexto de desregulación financiera?

Ante estos escenarios ¿es oportuno y racional que las entidades públicas realicen operaciones en este mercado por el simple hecho de que se deben adaptar a las nuevas prácticas de *Public Management*?

La respuesta es no, los estados, municipios y organismos descentralizados no son una empresa cualquiera y no pueden invertir recursos públicos en mercados especulativos si necesita recursos que se destinen a la disminución de la desigualdad y la pobreza existente en México.

Los casos más renombrados han sido el de PEMEX y la Comisión Federal de Electricidad. Según información de la *International Swaps and Derivatives* en 2009, estas entidades públicas negocian en el mercado de derivados recursos que se deberían destinar al desarrollo humano de México, pero la realidad es que lo invierten en actividades financieras de alto riesgo. Otro caso que salió en los medios de comunicación (mayo del 2010) fue el del municipio de Atizapán en el Estado de México, donde su administración perdió más de 50 millones de pesos (provenientes de participaciones federales) por realizar inversiones de alto riesgo. Esto ha originado los problemas antes mencionados, por lo que es imperativo modificar este tipo de manejo en las finanzas públicas y en el modelo económico actual que limitan el desarrollo humano en México.

BIBLIOGRAFÍA

- BIS, *Semiannual OTC Derivatives Statistics*, varios años.
- Chapoy, Alma y Alicia Girón, “Financiarización y titulización. Un momento Minsky” en *Economía UNAM*, vol. 6, núm. 16, México, UNAM, 2009.
- Epstein, Gerald, *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*, Estados Unidos, Department of Economics, University of Massachusetts, diciembre de 2001.
- _____, “Desempeño de los financiamientos subnacionales en la actual crisis” en *Reportes Especiales*, septiembre de 2009.
- Fitch Rating México, “Financiamiento a estados, municipios y organismos mexicanos: alternativas y estrategias” en *Reportes Especiales*, abril de 2002.
- Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report*, varios números.
- Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, varios números.
- Fondo Monetario Internacional, *Survey Magazine*, varios números, 2011.
- García Zamora, Rodolfo, *Desarrollo económico y migración internacional: los desafíos de las políticas públicas en México*, México, UAZ-Doctorado en Estudios del Desarrollo, 2009, 319 p.
- Guerrero, Omar, *Gerencia pública en la globalización*, México, Universidad Autónoma del Estado de México-Miguel Ángel Porrúa, 2003, 384 p.
- _____, *La nueva gerencia pública: neoliberalismo en administración pública*, México, Fontamara, 2004, 275 p.
- Guttman, Robert, “Introducción al capitalismo conducido por la finanzas” en *Ola Financiera.com*, IIEC-UNAM, enero-abril, 2009.

- Jobst, Andreas, “¿Qué es la titulización?” en *Finanzas y Desarrollo*, Estados Unidos, FMI, septiembre de 2008.
- Minsky, Hyman, “Securitization” en *Policy Note*, Estados Unidos, The Levy Economics Institute, 2008, 8 p.
- Noriega, Fernando, *Macroeconomía para el desarrollo*, México, McGraw Hill, 2001, 297 p.
- Palley, Thomas I., “Financialization: What Is and Why It Matters” en *Working Paper* num. 525, Washington, The Levy Economics Institute and Economics for Democratic and Open Societies, 2007.
- Pedrosa, Mónica, *Los mercados financieros internacionales y su globalización*, España, Thompson, 2003, 400 p.
- Shiller, R., *Exuberancia irracional*, México, Océano, 2003, 330 p.
- Soto, R., *Especulación e innovación financiera. Mercados de derivados y consecuencias macroeconómicas en México*, México, Miguel Ángel Porrúa, 2010, 227 p.
- Stiglitz, J., *Globalization and Its Discontents*, New York, Norton, 2002, 282 p.

VII

GASTOS DE FINANCIARIZACIÓN EN LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

Diana Vicher

RESUMEN

La globalización de los mercados financieros que conlleva el aumento de inversiones financieras e ingresos derivados de esas inversiones, ha modificado las relaciones entre las economías nacionales y el sistema financiero internacional, hecho que se refleja en la redistribución del ingreso nacional hacia los propietarios del capital. En particular, destaca la creciente participación del sector gubernamental en los mercados financieros, colocando bonos gubernamentales y otros papeles de la deuda pública, lo cual implica pagos por intereses, calificaciones, seguros de garantías financieras. Esto repercute en la forma en que funcionan los gobiernos y sus administraciones públicas, ya que el gasto público se ha financiarizado y se continúa fomentando la privatización, por lo que todos los años salen del país grandes sumas por concepto de intereses, empobreciendo más a la nación y generando una mayor dependencia respecto de los prestamistas privados, así como el sometimiento a las reglas que dicta el mercado.

Palabras clave: crisis financiera, déficit público, financiamiento público.

FINANCIALIZATION SPENDING IN PUBLIC ADMINISTRATIONS

ABSTRACT

The globalization of financial markets, which implies increased financial investments and earnings derived from these investments, has changed how national economies relate to each other and altered the international financial system. This is reflected in the redistribution of national revenue towards capital owners. Specifically, the growing participation of the government in financial markets is notable, as the government auctions bonds and other forms of public debt, which implies payment for interests, qualifications and financial guarantees. All of this has repercussions on how governments and their public administrations work, as public spending has been financialized and privatization is promoted. As a result, large sums of money leave the country every year by way of interest, further impoverishing the nation and creating more reliance on private lenders, and greater dependence on the rules dictated by the market.

Key words: financial crisis, public deficit, public financing.

INTRODUCCIÓN

Las diferentes administraciones públicas son el resultado de distintos procesos que han mezclado factores históricos, políticos, económicos y sociales, lo que ha determinado su configuración actual, su desarrollo y funcionalidad. Independientemente de su grado de desarrollo, los factores que presionan con mayor fuerza a la administración pública son el político y el económico, uno u otro, en diferente medida y tiempo, han determinado el peso de las clases sociales dominantes en las decisiones y el actuar del gobierno. La participación de los valores económicos es un aspecto de la influencia que ha cobrado importancia creciente pues la liberalización de los capitales en detrimento del control estatal, ha dado lugar a que los titulares y representantes de los capitales financieros se conviertan en un factor y actor de gran influencia en la determinación de los quehaceres de los Estados y sus administraciones públicas, incidiendo en la forma y medida en que desarrollan sus tareas, ya sea por la vía de determinar qué actividades deben realizar, así como la forma en que tendrán que hacerlo. Esto es, restringiendo su actividad con medidas de austeridad, mientras que se propicia que las actividades, que ya no realiza, se cedan al sector privado o se verifiquen a partir de contratos con éste. Pero si se agotan los mecanismos de atracción de capitales como la venta de activos públicos y de transferencia de servicios públicos a favor del sector privado y prosigue el crecimiento de la deuda pública, particularmente en América Latina se agudizarán los problemas.

SOBRE EL ASCENSO DEL CAPITALISMO GUIADO POR LAS FINANZAS

Para que el desarrollo y auge del neoliberalismo tuvieran lugar, se requirió el relajamiento general de los principios bajo los cuales se verificaba el orden de cosas que se había establecido con el Estado social de derecho, que propiciaba condiciones en las que existía cierta concordancia entre el desarrollo de la producción y el progreso de las sociedades. El Estado, su administración pública, la sociedad y el mercado, convivían en una armonía relativa que de cuando en cuando requería ciertos ajustes que no pocas veces tuvieron como resultado la asunción de derechos y garantías para las sociedades. Incluso, desempeñar funciones sociales se consideró una prueba de modernidad del Estado.

Particularmente, la crisis económica de 1929 y los hechos suscitados hasta el final de la Segunda Guerra Mundial, determinaron que el Estado aumentara crecientemente su importancia y participación en todos los ámbitos. De esta

manera, hasta la década de 1970 había un predominio en el papel global del Estado sobre la función económica, lo que indicaba que la articulación de las instancias correspondía a lo político. El predominio de lo político, reflejado en la función económica del Estado se traducía en un “capitalismo monopolista de Estado” o en la forma “intervencionista” del Estado capitalista. Por el contrario, en el “Estado liberal” del capitalismo privado –mayor predominio del poder privado sobre lo económico–, el papel del Estado se caracteriza por una no intervención específica en lo económico (Poulanzas, 1980: 58). Pero, una vez que se exagera este punto como sucedió a raíz del neoliberalismo (*Liberaal Archief*: 2004: 4, 18; Duménil y Lévy, 2007: 12),¹ el capitalismo privado, al imperar sobre el papel global del Estado, produjo otro capitalismo monopolista ahora privado, y otro “intervencionismo” (privado hacia lo público) desde las corporaciones mercantiles y financieras, y también desde los medios de comunicación pública de propiedad privada. Los capitalistas (financieros) privados inclinaron la balanza, asumiendo el predominio de la instancia que detenta el papel determinante de la formación social: lo económico.

La forma de ejercer el poder económico también sufrió cambios pues, antes del ascenso de los capitalistas financieros, el lugar del poder en la sociedad capitalista se ubicaba en los escritorios centrales de corporaciones multinacionales gigantescas, pero ahora los ocupantes de esos escritorios están, crecientemente, constreñidos y controlados por el capital financiero. En síntesis: el poder real está en los mercados financieros, no se ubica en los escritorios de las corporaciones. “El locus del poder económico y político se dislocó debido a la ascensión del capital financiero” (Ianni, 1996: 42).

El poder ya no está fundado en la propiedad sino en el control de la misma a partir de la información que, para operar óptimamente, implicaba la conformación de gobiernos y sociedades que deberían funcionar a partir del automatismo, la espontaneidad y los mercados. En el caso de la administración pública se pudo verificar que arribaron conceptos económicos que se adoptaron como nuevas categorías, esto es, mercado, bolsas de valores, asambleas de accionistas, que paralelamente acentuaron la mercantilización del proceso político (Guerrero, 2003: 132). Para poner en marcha esta nueva forma de hegemonía

¹ Neoliberalismo postula que el mercado libre, basado en la ganancia y la competencia provee las mejores condiciones para el desarrollo económico y social. Para Duménil y Lévy es la expresión de la voluntad de una clase de propietarios capitalistas: las finanzas, de restablecer su ingreso y poder a costa del retroceso de las luchas populares.

se hizo uso de un credo que vertebraría y guiaría la difusión de estas ideas: el neoliberalismo. “La profundización de las políticas neoliberales ha conducido a la financiarización del gasto público y la privatización” (Correa, 2008: 100).

Dado el tamaño de las grandes corporaciones y de los enormes montos involucrados en las sofisticadas operaciones financieras, y debido a las mermas que provocó el neoliberalismo al Estado, éste ya no detenta, como antaño, la capacidad para ajustar las alteraciones al orden de cosas inmediato anterior, tal como lo hizo al enfrentar la crisis de 1929, cuando posibilitó la recuperación de las empresas y los mercados. Y cuando, en la coyuntura de la posguerra con los acuerdos de Bretton Woods se aseguró, al menos por un tiempo, evitar que se repitieran dichos sucesos. No obstante, una vez que el capital financiero cobró nuevas fuerzas, indujo la progresiva ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, particularmente de la regulación que había sido impuesta a los mercados para la protección de todos, incluso de ellos mismos. Una vez despejada la cerca de la regulación financiera, se abrieron nuevos campos de operación para que estos capitales pudieran incrementar sus actividades lucrativas, lo que progresivamente fue auspiciado por el desarrollo y la globalización de las comunicaciones, así como de la informática, iniciando así una etapa de expansión sin precedente.

Así, los procesos de desregulación financiera instrumentados por los gobiernos estadounidense y británico constituyeron el detonante que precipitó el surgimiento de un sistema financiero internacional liberalizado (globalización de las finanzas internacionales), gracias a que las medidas que se aplicaron desde 1979 pusieron fin al control de los movimientos de capitales con el exterior, de las dos plazas financieras más grandes del mundo, acelerando así las entradas y salidas de los capitales (López, 2006: 229).

De este modo, la desregulación de los sistemas financieros domésticos y el desmantelamiento de barreras para el movimiento transfronterizo del dinero fue un mecanismo central en el proceso que extendió el neoliberalismo alrededor del mundo (Crotty, 2008). Es así que en la época de los mercados mundiales de capitales, cuando las más diversas formas de capital se movilizan de manera acelerada y generalizada, se redujeron los controles nacionales, esto es, las agencias y organizaciones de los gobiernos nacionales que administraban y orientaban los movimientos del capital, vieron reducidas sus capacidades de controlar los movimientos de capital (Ianni, 1996: 39).

Eugenia Correa ha señalado que el proceso que se ha desarrollado detrás de la desregulación, la innovación financiera y el incremento de la competencia no es sino una: la lucha por un nuevo reparto económico del mundo, caracterizado por un rápido cambio en la propiedad de los activos (Correa, 1998: 13).

FINANCIARIZACIÓN

El término financiarización se ha empleado para referir la globalización de los mercados financieros o el aumento de inversiones financieras e ingresos derivados de esas inversiones. Según Robert Wade, son aquellos cambios que se han presentado en la relación entre las economías domésticas y el sistema financiero internacional, o como el dominio creciente de la economía financiera sobre la economía real, lo que se ve reflejado en el refuerzo del enclavamiento institucional y de congruencia normativa en torno a los intereses de los titulares de la riqueza; en la rápida redistribución del ingreso nacional hacia los propietarios del capital y fuera de la mano de obra; y en la rápida redistribución del ingreso nacional hacia el 10% de los ricos y el 1% de los hogares (Wade, citado por Orhangzi, 2008: 4-5).

Los mercados y agentes financieros han adquirido, de manera creciente, una prominente posición en la economía (Orhangzi, 2008: 3), esto es, poder e influencia que les ha permitido ampliar su espectro de acción, llegando a intervenir directa o indirectamente en otras esferas, entre éstas la administración pública. Las finanzas intensificaron su faceta parasitaria, “el dinero por el dinero mismo”, dejando de lado el rostro virtuoso que facilita la acumulación.

Financiarización y administración pública

Los gobiernos y entidades del sector público se integraron a esta estructura principalmente como prestatarios de los mercados financieros, cuya presencia se fue incrementando de manera creciente. Estos prestatarios fueron observados como la base de expansión de los mercados financieros: los déficits públicos se han financiado crecientemente en los mercados financieros. Esta situación se reforzó particularmente en América Latina dada la declaración de autonomía de los bancos centrales, razón por la cual cesó “el financiamiento del desarrollo como una estrategia para lograr el crecimiento” (Girón, 2007). El factor que puede proveer una idea más completa sobre el nivel que ha alcanzado la participación del sector gubernamental en los mercados financieros es el grado en que se ha titulizado la deuda estatal, ya a nivel central o local (Correa, 1998: 34 y 39).

El financiamiento del déficit presupuestario por medio de la colocación de los bonos gubernamentales y otros papeles de la deuda pública en los mercados financieros se hizo posible porque se había consolidado un mercado de

obligaciones abierto a los inversionistas financieros extranjeros.² Particularmente la interconexión de los mercados financieros emergentes con las finanzas mundiales liberalizadas aceleró la expansión de los mercados cambiarios y de obligaciones, inaugurando el proceso de titularización de la deuda pública y la formación del mercado de obligaciones domésticas (López, 2006: 231), “la financiarización ha llegado al punto en que los gobiernos de toda índole política-ideológica están quedando presos, acobardados, extorsionados, intimidados, amenazados o cínicamente cómplices, coautores y partícipes de los intereses financieros más concentrados” (Correa y Girón, 2010: 3).

Los mercados de títulos públicos se convirtieron en uno de los segmentos más dinámicos y atractivos de los mercados financieros internacionales, tanto así que las operaciones con títulos públicos llegaron a superar a las de otros segmentos del mercado financiero. El atractivo de estos títulos radica en que son los créditos negociables menos riesgosos porque el Estado es la mejor garantía ya que no puede quebrar —es un gran negocio—; además, estos títulos aumentan la liquidez en los mercados, al asegurar un mercado secundario permanente (López, 2006: 238).

Los capitales se colocaron en las posiciones más ventajosas en una red compleja, estructurada en función de la búsqueda de la máxima rentabilidad. Además, las innovaciones financieras que se fueron desarrollando, como los derivados, incrementaron la complejidad y no transparencia de los mercados financieros que se han vuelto más poderosos y se han movido más allá del efectivo control gubernamental.³ Estos mercados extranjeros erosionaron las barreras financieras nacionales, al tiempo que movilizaron recursos crecientes y aumentaron su capacidad para desarrollar estrategias de evasión (Crotty, 2008; Ianni, 1996: 37 y 40).

Los mercados internacionales precisaron el desmantelamiento de las economías internas reglamentadas y protegidas en exceso, para que la industria y los

² El gobierno vende bonos para financiar su déficit, y si la población nacional no absorbe toda la deuda del gobierno, el gobierno se ve forzado a vender bonos en mercados internacionales, que incluso pueden forzar al gobierno a recibir préstamos en moneda extranjera (deuda emitida en moneda extranjera); en caso de que las finanzas del país fueran cuestionadas, el gobierno de que se trate, antes de vender los bonos en el mercado internacional, puede ser forzado a imponer austeridad a la población a fin de que los mercados internacionales estén complacidos y tranquilos. (Randall, 1998: 189-190).

³ El capital adquirió nuevas connotaciones, se volvió ubicuo a niveles sin precedente, atravesando fronteras y regímenes políticos. También Ianni señala que en esa inmensa masa de recursos se confunde el dinero de origen legal y el que se ganó con actividades ilegales.

servicios se abrieran a la competencia nacional e internacional. Se procedió así a reducir la intervención del Estado, extendiendo la privatización a una amplia gama de sectores económicos y se eliminaron los controles de precios. Además, la competitividad y eficiencia, que sólo eran las bases constitutivas del mercado, se proyectaron como los nuevos fundamentos de las instituciones de la democracia (Medellín, 1994: 9).

Progresivamente los mercados financieros han obrado para incorporar a la esfera financiera activos de ámbitos que sólo habían sido públicos y no tenían presencia, o bien, se han hecho emisiones accionarias nuevas, o de empresas públicas preexistentes. Así, se han incorporado como nuevos activos espacios de actividad de la administración pública, lo mismo que ingresos “futuros” por concepto de prestación de servicios. “En América Latina ha sido notable el proceso de venta de activos, que incluye a empresas de servicios públicos” (Vidal, Gregorio; Guillén, Arturo, 2007). Entre éstos podemos encontrar salud y educación, o ámbitos de gestión de asuntos comunes (públicos) como el medio ambiente o las frecuencias de radio, “activos de titularidad estatal” como los aeropuertos y los bosques, la contratación externa de actividades como los servicios informáticos o incluso de seguridad como son los penitenciarios; la contratación de servicios (contractualización) de actividades o partes de tareas que realiza la administración a organismos privados: un Ministerio o una agencia celebra un contrato de tipo comercial con un suministrador externo prestador de servicios (OCDE, 1993). También se ha vuelto popular la práctica de solicitar préstamos brindando como garantía “ingresos” en impuestos aún no recaudados.

NUEVOS NEGOCIOS FINANCIEROS CON EL GOBIERNO Y LA ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

Titulación de activos públicos, sobre todo desde 2000-2001

Por la vía de los contratos a privados: la forma en que se incrementa la cantidad de gastos (por la sujeción al modelo de negocios financieros actual) está relacionada con los términos en que los mismos se establecen, y la libertad con que se pueden mover las empresas que “ganan” las licitaciones para realizar trabajos para el gobierno. Aunque esta modalidad es muy antigua, cada vez se contrataron servicios más sustantivos.

Incorporación de sectores a la administración pública como activos-garantía para obtener préstamos.

Cuentas por cobrar a futuro con contrato: son sumas que se espera que se hagan pagaderas con base en contratos existentes, pero que involucran servicios que aún no han sido proporcionados.

*Costos y gastos de financiarización en la administración pública de México.
Lo que el capital financiero le cobra por servicio de la deuda.*

El gobierno y la administración pública han estado sometidos a pagar elevadas sobretasas por los préstamos recibidos o los bonos colocados en el mercado. Las calificaciones de deuda han impuesto un elevado costo en intereses de la deuda mexicana por muchos años (Delgado, 2006: 306). Se estima que los gastos por servicio de deuda de México ascienden a 215 mmdp en los últimos 20 años, en promedio 10 mmdp por año (Correa, 2008: 115). A continuación los datos del costo financiero de la deuda correspondientes al periodo 2000-2010, que sumados rebasan la cantidad del presupuesto total de egresos de la Federación del año 2008 que ascendió a la cantidad de 2,569,450,200,000 mmdp.

Costo financiero de la deuda en México, 2000-2010
(miles de millones de pesos)

<i>Año</i>	<i>Cantidad</i>
2000	201,115,145,234
2001	207,085,292,046
2002	206,411,271,330
2003	184,882,514,601
2004	216,908,293,016
2005	221,616,277,947
2006	261,766,159,653
2007	263,109,990,700
2008	265,086,617,832
2009	282,435,044,493
2010	295,876,574,699
Total 2001-2010	2,606,293,181,551

Fuente: Elaboración propia con base en los Decretos de Presupuesto de Egresos de la Federación para los Ejercicios Fiscales 2000-2010.

BURSATILIZACIÓN DE INGRESOS EN LOS ESTADOS Y MUNICIPIOS

La bursatilización (titulización) de ingresos públicos es un mecanismo de financiamiento empleado desde hace varios años por diversos estados e incluso por algunos municipios, mediante la emisión de certificados bursátiles en la Bolsa Mexicana de Valores, que son respaldados y pagados, intereses incluidos, con

los impuestos que paga la población. “El sector privado cada vez aumenta el interés por establecer negociaciones con los gobiernos locales pues las reformas a la legislación en materia de coordinación fiscal y de crédito bancario abrieron la puerta a las empresas” (García, 2009: 1).

Los estados y municipios, principalmente en América Latina, han recurrido a bancos comerciales porque la banca de desarrollo dejó fuera de sus servicios financieros a entidades del sector público, gobiernos y municipios: “el déficit público, ha dejado de ser una de las fuentes dinamizadoras del crecimiento económico para convertirse en un fondo de financiamiento del pago de intereses de la deuda pública interna que genera la colocación de valores públicos con fines estabilizadores” (López, 2006: 228). En México esto incluso se ha señalado como anticonstitucional, pues la Constitución Política determina que los estados y municipios pertenecientes a la federación mexicana, de acuerdo con el Artículo 117 “no pueden, en ningún caso: I. Celebrar alianza, tratado o coalición con otro Estado ni con las potencias extranjeras”. El ejercicio de soberanía de éstos se refiere a su “autonomía política, jurídica y económica”, esto excluye la posibilidad de realizar tratados. Esta prohibición a los estados para realizar tratados es de larga data en el constitucionalismo federal mexicano (Becerra, 2006: 104-105). En 1946 el Artículo 117 estipulaba que los estados y municipios no “podrán celebrar empréstitos sino para la ejecución de obras que estén destinadas a producir directamente un incremento en sus respectivos ingresos”, mientras que en 1981 se reforma para establece que las obligaciones o empréstitos no se podrán contraer sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas. En este mismo sentido cabe resaltar que siempre se especifica que los empréstitos no deberán contraerse con gobiernos de otras naciones, con sociedades o particulares extranjeros (*Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos*).

Es en 1992 cuando, con la Ley de Tratados, por la vía de los “acuerdos interinstitucionales”, se otorgó a las dependencias de la administración pública estatal o municipal, la facultad para celebrar tales “acuerdos”, no obstante la manifiesta prohibición constitucional a los estados que claramente estipula la expresa negativa para celebrar acuerdos, tratados o convenios y demás (Becerra, 2006: 105). Fue también por esta vía que los estados y municipios emprendieron “acuerdos” inconstitucionales que les han permitido endeudarse soberanamente, pues aunque las Constituciones políticas locales tienen disposiciones relativas al adeudo público, algunas difieren hasta el grado de contravenir expresamente lo previsto en la Carta Magna (Bonifaz, 2001: 450). Aquí cabe recordar que la constitución de sucursales o filiales de entidades bancarias extranjeras permite el movimiento de dinero, así como transacciones de todo tipo, sin que se identifique al titular de los flujos de capital (Shomberger y López, 2007: 322).

Si bien es cierto que con el arribo a la alternancia política surgieron nuevas necesidades por parte de los estados y municipios, que se han intentado cubrir por esta vía, no correctamente regulada, se están generando problemas potenciales para el propio desarrollo futuro de estados y municipios.

Hoy en día, en la mayoría de estados y municipios del país la bursatilización de ingresos públicos es considerada deuda pública, puede ser fiscalizada, los congresos locales pueden decidir sobre el manejo y destino de los recursos comprometidos, y la recaudación de los mismos corre a cargo de las haciendas locales (*El Universal*, 2009). Entre los años 2001 a 2008 las entidades federativas colocaron en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) treinta y siete emisiones de certificados bursátiles, siendo los emisores diez estados y el Distrito Federal, por un monto total de \$ 49,342.2 mdp, de las cuales se pagaron y prepagaron dieciséis, y en 2008 quedaban vigentes 21 emisiones, con un saldo de 39,116.00 mdp (Aregional.com, 2009: 124). También, a raíz de las problemáticas económicas que se presentaron en 2009 en los municipios, la SHCP propuso bursatilizar los ingresos públicos para obtener financiamientos multimillonarios a fin de sacar de la crisis económica a todas las entidades.

CALIFICADORAS, CALIFICACIONES

Es muy interesante encontrar que no se trazan diferencias entre sector público o sector privado pues ambos por igual son acreditados por las compañías privadas, conocidas como calificadoras de riesgo. Las calificadoras evalúan la probabilidad de que los países y sus estados y municipios tengan la capacidad para responder a sus compromisos de pago de deuda, tanto en capital como en intereses, en los términos acordados. Gran cantidad de estados de la federación y municipios de nuestro país tienen una calificación emitida por ese tipo de compañías. Por ejemplo, en Standard & Poor's aparecen 37 municipios, mientras que en Fitch México 73. Las agencias de calificación de riesgo “han sido vanguardia en la imposición de políticas y reformas económicas para facilitar la entrada de capital extranjero, las privatizaciones, la redirección del gasto público, entre otras” (Delgado, 2006: 309-310). En 2010 las calificaciones de Standard & Poor's para Finanzas Públicas se ubicaban en el rango de 2,500 a 350,000 dólares, mientras que las de Moodys en 5,100 y 138,900 dólares.

El análisis de capacidad de pago de un país se desprende de los factores económicos y políticos que potencialmente pueden afectar la probabilidad de pago. Son diversos los factores que influyen sobre el riesgo-país pero podemos encontrar algunos que directamente pueden servirnos para vincular la transferencia de

recursos públicos hacia entes privados para obtener ciertas “notas altas de calidad”. Por ejemplo: la existencia de un aparato burocrático excesivamente grande disminuye los incentivos a invertir en el país. Para atraer capitales, se ofrece un pago mayor de interés y por ende se genera un incremento en la prima de riesgo.

SEGUROS DE GARANTÍAS FINANCIERAS

También se han popularizado los seguros de garantías financieras como avales reales sobre instrumentos financieros que se utilizan para asegurar el cumplimiento de obligaciones financieras. En México se introdujeron por decreto el 30 de noviembre de 2006, para satisfacer las necesidades y condiciones del mercado financiero. Así se permitió a estas compañías operar los seguros de garantía financiera con el objeto de cubrir el pago por incumplimiento de los emisores de valores, títulos de crédito y documentos que son objeto de oferta pública o de intermediación del mercado de valores. En México operan dos compañías autorizadas por la SCHP: FSA Seguros México, S.A. de C.V. y MBIA México, S.A. de C.V.

FSA ofrece financiamientos de infraestructura que incluye el de asociaciones de tipo público-privado, bonos o préstamos para servicios públicos regulados y deuda de empresas patrocinadas por el gobierno, bonos y préstamos municipales.

MBIA México tiene la capacidad de suscribir financiamientos privados y públicos, créditos del gobierno federal y los estados, así como las bursatilizaciones de cartera de créditos hipotecaria y de consumo; asegura bonos emitidos por el gobierno federal, estados y municipios, además de compañías paraestatales. MBIA garantiza bonos municipales, emisiones financieras infraestructurales, transacciones estructuradas con garantía de activos. Los sectores de infraestructura aptos para las garantías financieras son: transporte, autopistas, puentes y túneles, vías ferroviarias y tránsito masivo, aeropuertos, servicios públicos regulados, atención médica, centros de convenciones y estadios, y viviendas de interés social (Serralde, 2008: 5).

OPERACIONES FINANCIARIZADORAS EN LOS ESTADOS Y MUNICIPIOS DE MÉXICO

A manera de botón de muestra citaremos algunos ejemplos. En Chiapas se ha contratado deuda directa con los bancos Bancomer, Banamex. En diciembre del año 2005, el gobierno del estado participó como aval del crédito adquirido

por el Sistema Municipal de Agua Potable y Alcantarillado (SMAPA) de Tuxtla Gutiérrez, por 384 mdp con BANOBRAS, S.N.C., recursos que se canalizaron para un proyecto de abasto de agua potable, con un plazo de 15 años para su liquidación que incluye un año de periodo de disposición (gobierno de Chiapas).

Sonora: en agosto de 2007 Eduardo Bours,⁴ ex gobernador de Sonora, impulsó reformas para obtener un financiamiento por 10 mil millones de pesos a cambio de pagarlo con los impuestos estatales y federales que recibirá la entidad en los próximos 30 años. Sonora tiene ya una larga historia concesionando flujos de cuotas a largo plazo; tal es el caso de las cuotas de peaje de carretera como el de la “Carretera de Cuatro Carriles” en 1996 (INAP, 1997: 335).

En Monterrey se emitieron certificados en UDI's, pagaderos con las cuotas de autopistas; a los tenedores de los certificados bursátiles se da la garantía de pago de principal e intereses en cada fecha programada de pago (ej. autopista Monterrey-Cadereyta) (gobierno de Nuevo León).

En PEMEX para el último trimestre de 1998 y el primer trimestre de 1999, se obtuvieron fondos por 2,6 mil millones de dólares en los mercados internacionales de capitales por medio de la emisión de un programa de titulización de flujos futuros de petróleo crudo ácido pesado (Serralde, 2008: 5).

En el Distrito Federal durante el cuarto trimestre de 2009, con el propósito de diversificar las fuentes de financiamiento, para el sector central se realizaron las siguientes operaciones: **1)** a través del Mercado de Capitales se realizó una colocación de certificados bursátiles (GDFCB 09) por 1 mil millones de pesos a un plazo de 5 años a una tasa TIE más 0.49 puntos porcentuales; **2)** contratación de un crédito con la Banca Comercial (BBVA Bancomer) por un monto de 811.3 millones de pesos a una tasa TIE 28 más 1.50 puntos porcentuales y a un plazo de 20 años; y **3)** se dispuso de 44.6 millones de pesos del crédito contratado con la Banca de Desarrollo (Banobras) para el financiamiento del proyecto de “Modernización integral de la infraestructura para impartición de justicia del Tribunal Superior de Justicia del DF” (gobierno del Distrito Federal).

DEUDA DEL GOBIERNO LOCAL

En términos globales a diciembre de 2007 el saldo de deuda de las entidades federativas y municipios representaba ya el 56.1% de los ingresos que recibieron

⁴ Empresario accionista de la firma (Bachoco); fue negociador y representante del sector privado en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), consejero de varias organizaciones del sector privado así como presidente del Consejo Coordinador Empresarial (CCE).

por participaciones en los 12 meses anteriores. Aunque en 2009 bajó a 47.8% el plazo promedio de la deuda se amplió de 18.7 meses a 19.4 meses (Banco de México, 2009). El incremento obedeció al aumento de endeudamiento y a la reducción de 2.9 % real que tuvieron las participaciones en 2007. En 2007 también se registró la ampliación del plazo promedio de la deuda de las entidades federativas que pasó de 11.4 años en 2006 a 16.7 años (Banco de México, 2007 y 2009). Casi la totalidad de las transacciones financieras no son gravadas. Esto implica un ingreso que no reciben los gobiernos, además de que se sigue buscando retirar los escasos impuestos sobre operaciones financieras.

CONCLUSIONES

Los gastos y costos

Tal como es patente, el dominio creciente de la financiarización no se restringe a la economía financiera y la real, pues también se ha extendido a las actividades que realiza la administración pública, pues los recursos del gasto público, en cantidades crecientes, son destinados a cubrir obligaciones contraídas con el capital financiero, mismo que le ha hecho sujetarse a sus reglas mediante la imposición de calificaciones obligatorias, con empresas privadas (calificadoras). De modo más puntual, los gastos de financiarización de la administración pública se traducen principalmente en los desembolsos que tienen que hacerse para pagar el servicio de las deudas federal, estatal y municipal. A ello se suman la titulización de “activos gubernamentales”, donde encontramos las sumas que se destinan a las calificadoras y a las aseguradoras; lo mismo que transferencias de ingresos por vía de contratos que los gobiernos efectúan con diferentes corporaciones privadas, las concesiones y hasta las certificaciones de calidad en sus procesos. Asimismo, dado que prácticamente no hay gravámenes a las operaciones financieras, son muy significativos los recursos que dejan de recaudarse desde ese sector.

No obstante, lo que realmente afecta a la administración pública son las consecuencias que se producen, cualitativamente hablando, en las actividades y funciones o deberes de la misma. Esto constituye el costo más alto pues ha derivado en:

- a. Disminución de la capacidad de los gobiernos para emprender políticas económicas favorables al desarrollo de su sociedad, pues se ha destruido la capacidad interna de crecimiento y progreso, de productividad y de empleo.

- b. Debilitamiento de las instituciones públicas y de la capacidad de gobierno, lo que ha derivado en insolvencia para garantizar los renglones básicos de desarrollo.
- c. Improductividad en los ingresos públicos, que se destinan a fines como el pago de intereses de la deuda, en detrimento de la redistribución del gasto y la dinamización de la economía (Correa, 2008: 109).

BIBLIOGRAFÍA

- Aregional.com, *Diagnóstico de las finanzas públicas estatales y municipales*, Serie: Desarrollo de MiPyMes, año 9, núm. 20, 2009.
- Banco de México, *Reporte sobre el sistema financiero 2007*, 2008.
- _____, *Reporte sobre el sistema financiero 2009*, 30 de julio de 2009.
- Becerra, Manuel, *La recepción del derecho internacional en el derecho interno*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Jurídicas, 2006.
- Correa, Eugenia, “Gasto y servicios públicos: efectos del ajuste presupuestal”, *Revista Ola Financiera*, núm. 1º, septiembre-diciembre de 2008.
- _____, *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI, 1998.
- Correa, Eugenia y Alicia Girón, “Burbujas y negocios financieros en México”, en Correa, Eugenia, Alicia Girón y Patricia Rodríguez, *Filiales exitosas y fracaso económico*, Ms (por aparecer).
- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, *Reformas Constitucionales por Artículo*, Cámara de Diputados, disponible en: <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/ref/cpeum_art.htm>.
- Croty, James, “Prólogo”, en Orhangzi, Özgür, *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, UK Northampton, MA, USA, 2008.
- Chapoy Bonifaz, Dolores, “La deuda pública, opción de financiamiento a nivel local”, en *Boletín Mexicano de Derecho Comparado*, nueva serie, año XXXIV, núm. 101, mayo-agosto de 2001.
- Delgado, Alfredo, “Calificadoras y costos financieros asociados con la calificación riesgo-país”, en *Reforma financiera en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO, 2006.
- Duménil, Gerard y Dominique Lévy, *Crisis y salida de la crisis, orden y desorden neoliberales*, México, Fondo de Cultura Económica, 2007.
- El Universal*, “La Corte definirá bursatilización de recursos públicos”, Lunes 24 de agosto de 2009, disponible en: <<http://www.eluniversal.com.mx/nacion/170856.html>>.

- García Vázquez, Nancy, “Finanzas públicas estatales y las leyes de fiscalización superior en México”, en *Revista de Administración, Finanzas y Economía*, vol. 3, núm. 1, 2009, disponible en: <<http://www.csf.itesm.mx/egade/publicaciones/articulos/1%20NancyVF.pdf>>.
- Girón, Alicia, “Financiamiento del desarrollo. Endeudamiento externo y reformas financieras”, en Vidal, Gregorio; Arturo Guillén R., *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*, Buenos Aires, CLACSO, 2007.
- Gobierno del Distrito Federal, *Informe trimestral de la situación de la deuda del gobierno del Distrito Federal*, Secretaría de Finanzas, p. 3, disponible en: <<http://www.finanzas.df.gob.mx/documentos/4o%20Informe%20Trimestral%202009.pdf>>.
- Gobierno del Estado de Chiapas, Secretaría de Hacienda, disponible en: <http://www.finanzaschiapas.gob.mx/contenido/Rendicion_de_Cuentas/Informacion/Deuda_Publica/Default.htm>.
- Gobierno de Nuevo León, disponible en: <http://sg.nl.gob.mx/Transparencia_2009/Archivos/SFYTGE_0006_0002_20091200_T06_000001.pdf>.
- Guerrero, Omar, *Gerencia pública en la globalización*, México, Miguel Ángel Porrúa-Universidad Autónoma del Estado de México, 2003.
- Ianni, Octavio, *Teorías de la globalización*, México, Siglo XXI-UNAM, 1996.
- INAP, *La administración local en México*, México, INAP, 3 t., t. III. 1997.
- Liberaal Archief, *The General Meeting Files of the Mont Pèlerin Society (1947-1998)*, 1st Meeting, Mont Pèlerin, April 1-10, 1947, Switzerland, Ghent, 2004, disponible en: <<http://www.liberaalarchief.be/MPS2005.pdf>>.
- López González, Teresa, “Deuda pública interna en México: el alto costo de los flujos de capital externo”, en Correa, Eugenia y Alicia Girón, *Reforma financiera en América Latina*, Buenos Aires, CLACSO, 2006.
- Medellín, Pedro, “La modernización del Estado en América Latina: entre la reestructuración y el reformismo”, *Revista Reforma y Democracia*, núm. 2, CLAD, 1994.
- OCDE, *Administración pública: modelos de los países de la OCDE*, París, 1993.
- Orhangzi, Özgür, *Financialization and the US Economy*, UK Northampton, MA, USA, Edward Elgar, Cheltenham, 2008.
- Presupuesto de Egresos de la Federación para los Ejercicios Fiscales, *Decretos 2000-2010*.
- Poulanzas, Nicos, *Poder político y clases sociales en el Estado capitalista*, México, Siglo XXI, 1980.

- Shomberger, Johan y Julián López, “La problemática actual de los paraísos fiscales”, en *Revista Colombiana de Derecho Internacional*, núm. 10, Pontificia Universidad Javeriana, 2007.
- Sarralde, Julieta, “Garantías financieras en México: mito o realidad”, en *Dirección Estratégica*, Año 7, núm. 26, junio-agosto 2008.
- Vidal, Gregorio; Arturo Guillén R., “Introducción”, en *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*, Buenos Aires, CLACSO, 2007.
- Wray, Randall, *El papel del dinero hoy: la clave del pleno empleo y la estabilidad de los precios*, México, UNAM, Facultad de Economía, 1998.
- Wade, Robert, citado por Orhangzi, Özgür, *Financialization and the US Economy*, UK Northampton, MA, USA, Edward Elgar, Cheltenham, 2008.

VIII

ESTRATEGIAS DE LA BANCA GLOBAL EN MÉXICO

Elizabeth Concha

RESUMEN

Las estrategias planteadas en la economía mexicana por la banca extranjera provienen de una maniobra global de las matrices de origen, con el objetivo casi único de acumular capital; de ahí que no exista interés ni compromiso en financiar el desarrollo de México. Su funcionamiento tiene un claro objetivo: obtener altas ganancias a mediano plazo. Este trabajo presenta los argumentos teóricos del comportamiento de la banca extranjera, para lo cual la autora realiza una lectura bajo la concepción del pensamiento sistémico, de donde resulta que la banca extranjera en su país de origen funge como el todo integrado, y las filiales establecidas en el exterior están diseñadas para lograr el fin común: mantener altas ganancias.

Palabras clave: bancos, política monetaria, créditos.

GLOBAL BANKING STRATEGIES IN MEXICO

ABSTRACT

The strategies that foreign banks have imposed on the Mexican economy arise from a global maneuvering of origin matrices, with the nearly singular goal of accumulating capital. Thus there is neither interest in nor commitment to financing development in Mexico. Its role has a clear objective: high returns in the medium-term. This work provides theoretical arguments concerning foreign banking. The author presents a reading based on the concept of systemic thought, and reveals that foreign banking in her country of origin acts as the entire system, while subsidiaries established abroad are designed for one purpose only: to maintain high returns.

Key words: banks, monetary policy, credit.

INTRODUCCIÓN

En busca de nuevos mercados y en pos de un rápido crecimiento, la banca extranjera entró en los años noventa en las economías emergentes de Asia, Europa Central y Oriental y América Latina. En el caso de México, los bancos extranjeros que tienen hoy un grado de participación relativamente alto en los activos de la banca comercial se encuentran algunos de los mayores del mundo. Citigroup y Santander Central Hispano, ocuparon los lugares 9 y 15, respectivamente respecto a los 1,000 mayores bancos en activos (*The Banker*, 2009).

Lo ocurrido hacia mediados de 2007 hasta sus consecuencias al día de hoy, puso en alerta a la industria bancaria y la retó a desarrollar y aprovechar su capacidad externa e interna para enfrentar nuevos retos como respuesta o anticipación a los cambios producidos por la crisis.

Entonces, las metas planteadas en la economía mexicana por la banca extranjera provienen de una estrategia global de las matrices de origen con el objetivo de acumular capital, de ahí que no exista interés ni compromiso en el financiamiento para el desarrollo de México. Su funcionalidad tiene un claro objetivo, la obtención de altas ganancias a mediano plazo si no es que más, ocasionando insuficiencia en el financiamiento a los sectores agropecuario, al industrial y de servicios. Por lo que el sector empresarial y no empresarial han tenido que buscar alternativas de financiamiento de instituciones auxiliares de crédito, deuda externa y proveedores, pero además ha encontrado refugio en las microfinancieras, los BACC y las remesas (BID, 2007 y 2010). De ahí que las estrategias de los grandes bancos consisten en un conjunto de acciones para responder a qué hacer, para continuar en su negocio de altas ganancias. Entre los ejemplos de decisiones estratégicas se pueden identificar: expansión basada en el tamaño, cancelación del producto y/o servicio, venta de activos, cierre de sucursales, incorporación o desarrollo de tecnología, alianza estratégica, compra de bancos grandes y consolidados, compra de otros activos, introducción de nuevos productos y servicios tradicionales y especializados, introducción a nuevos segmentos de la población, introducción a nuevos mercados, comercialización de sus productos y servicios y cambios en su administración.

Este documento se compone de tres apartados para exponer los argumentos que den respuesta al planteamiento anterior. En el primero se identifican los aspectos teóricos de las estrategias de la banca extranjera desde el enfoque del pensamiento sistémico, en el cual la banca extranjera sede es el todo integrado y sus filiales el subsistema, las cuales para lograr su fin llevan a cabo un conjunto de acciones que se expondrán en el siguiente apartado para el periodo 2007 a 2009 en los casos particulares de CitiBanamex y BBVA-Bancomer, apoyado con

un anexo de estrategias. Finalmente en el apartado de conclusiones se comentan y dan respuestas al planteamiento inicial.

ESTRATEGIAS COMO PARTE DE LA PLANEACIÓN EN EL PENSAMIENTO SISTÉMICO

La lectura del conjunto de acciones realizadas por la industria bancaria en el periodo de crisis se propone realizarla bajo la concepción del pensamiento sistémico. Un sistema es el que puede reaccionar como un todo al recibir un estímulo dirigido a cualquiera de sus partes. Otros autores dicen que un sistema es un todo integrado y armónico en donde cada una de sus partes ha sido diseñada con objeto de lograr un fin común de la mejor manera posible (Fuentes, 1993). La banca extranjera en su país de origen funge como el todo integrado y las filiales establecidas en el exterior como las partes diseñadas para lograr un fin común.

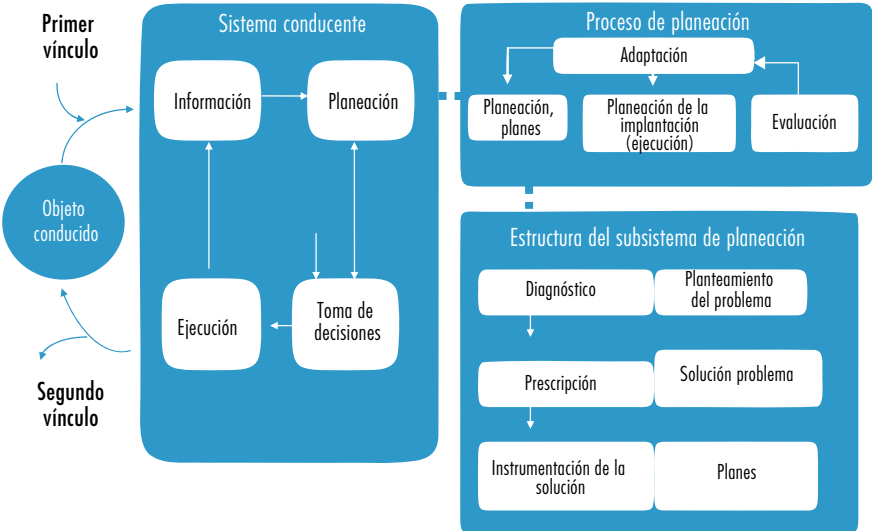
De los enfoques de sistemas se considera a la planeación como un proceso de la conducción. La conducción encuentra sinónimos con las palabras, *management*, gerencia, dirección, mando, guía. La conducción es un proceso de cambio controlado del objeto conducido según cierto objetivo, a través de acciones que garanticen y sirvan para seleccionar y realizar la trayectoria adecuada del cambio. Asimismo, es un sistema de diferentes procesos interrelacionados para lograr determinados objetivos fundamentales.

Entonces, la planeación se considera como una actividad de apoyo al proceso de conducción, que visualiza y especifica al objeto conducido; los objetivos de la conducción y las actividades que permiten realizar el cambio, de manera directa, a través de programas y proyectos, e indirecta, mediante criterios de selección contenidos en políticas, las cuales son generales y, por esto, útiles al presentarse los cambios imprevistos.

El análisis de los cuatros subsistemas fundamentales al sistema conducente muestra que es el de planeación el encargado de satisfacer al tomador de decisiones en su conocimiento e información, estipulando los datos que requiere. En el esquema del sistema conducente, en el primer vínculo, la información (captada, generada, seleccionada, transmitida, procesada y presentada), permitirá al proceso de toma de decisiones y al de planeación conocer los elementos necesarios para desempeñar sus funciones. Es necesario en cualquier momento conocer el estado actual del objeto conducido, de manera que el conducente capte la información a través de indicadores relevantes que provengan del objeto conducido y de otros sistemas vinculados, para que la toma de decisiones sea adecuada al

medio en que funciona el sistema. Además el subsistema de información sirve de retroalimentador del proceso de toma de decisiones al proporcionar la información sobre el estado actual del sistema, los resultados de las acciones ejecutadas y las condiciones de los sistemas exteriores. El segundo vínculo entre el objeto conducido y el subsistema conducente es la ejecución de acciones como resultado del proceso de toma de decisiones.

Figura 1
Planeación como un proceso en la conducción



Fuente: Elaboración propia con base en Gelman, O., Negroe G., "La planeación como un proceso básico en la conducción", en *Revista de la Academia de Nacional de Ingeniería*, Academia Nacional de Ingeniería México, Vol. 1, núm. 4, junio, 1982.

El subsistema de planeación se desglosa a través del análisis de sus funciones básicas, en un sistema organizado de subprocesos, que a su vez, de la misma forma, se descomponen en subprocesos en otro nivel, y así sucesivamente. La planeación no se restringe a la producción de planes sino que incluye su implantación y revisión; es así que, en una primera fase del proceso de descomposición, el sistema de planeación se descompone en cuatro subsistemas funcionales. El subsistema planeación tiene como objetivos producir los planes con sus elementos (objetivos, metas, programas, proyectos). El subsistema implantación es la actividad en la que se lleva a cabo el plan, además consiste en el diseño de los procedimientos para tomar decisiones y de su organización para realizar el plan. El subsistema evaluación de los resultados permite observar la eficiencia de los

planes en su consecución de metas y objetivos, para realizar ajustes, cambios y adaptaciones que mejoren el proceso de planeación y de la conducción, constituyéndose así la función del subsistema adaptación.

Posteriormente, en el subsistema planeación se analiza con mayor detalle dada la importancia de sus productos. Se considera que su desarrollo requiere de un proceso operativo que interprete ciertas soluciones de problemas del sistema objeto conducido y las transforme en planes, soluciones que serán alcanzadas en el futuro (Gelman y Negroe, 1982). Sin duda la planeación global visualiza y especifica a la banca extranjera como un objeto de acumulación de capital y los objetivos y actividades en sus componentes permiten lograr las acciones realizadas por las filiales en el exterior muestran la expansión basada en el tamaño, cancelación del producto y/o servicio, venta de activos, cierre de sucursales, incorporación o desarrollo de tecnología, alianza estratégica, compra de bancos grandes y consolidados, compra de otros activos, introducción de nuevos productos y servicios tradicionales y especializados, introducción a nuevos segmentos de la población, introducción a nuevos mercados, comercialización de sus productos y servicios y cambios en su administración. A continuación se realiza un bosquejo de estas acciones en el periodo de crisis en México.

ESTRATEGIAS DE LA BANCA EXTRANJERA EN LOS AÑOS 2007 A 2009

En el periodo de crisis la banca extranjera en México más que cambiar sus estrategias las fue enriqueciendo como parte de la estrategia global de las matrices de origen con una sola finalidad, el sostenimiento de altas y positivas ganancias.

Los activos de los bancos BBVA Bancomer y Citi Banamex para junio de 2009, representaron 6.12% de los activos de la banca en América Latina (América Economía, 2010). Realizando el ejercicio de comparar los activos de estos bancos con los activos del país sede, se tomaron los activos señalados por los reportes financieros de cada uno. Es importante señalar que incluye todas sus actividades, por ejemplo, BBVA Bancomer: la actividad de banco y de servicios de pensiones y seguros, el porcentaje de los activos, en el caso de este banco fue de alrededor de 17%, cosa contraria para Citi Banamex que fue de un poco más de 3%. Es claro su peso en los activos de la banca comercial en México que los dos junto con otro banco español, Banco Santander reportaron alrededor del 60% de los activos (ver Cuadro 1). De ahí, que para poder tener un parámetro de comparación se tomaron los bancos BBVA Bancomer y Citi Banamex, de los cuales se realizó una lectura de las acciones emprendidas por cada uno de ellos en los años de 2007 a 2009.

Cuadro 1
Activos de Grupos Financieros

Grupo Financiero	2006	2007	2008	2009
	Porcentaje de los activos del Grupo en México en los activos de Grupo país sede			
GBBVABancomer	20.4	16.1	17.1	17.5
Santander México	5.7	4.3	3.8	3.0
GFBanamex	2.7	2.6	2.5	4.6
Porcentaje de los activos de la Banca Comercial en México				
BBVABancomer	22.1	24.9	23.9	23.2
Santander México	17.8	13.8	14.3	12.2
Banamex	21.0	20.0	19.4	22.6
Porcentaje de los tres bancos	60.9	58.8	57.6	57.9

Fuentes: Elaboración propia con datos de:

BBVA, Series trimestrales, información financiera, edición internet, www.bbva.es, marzo 2010.

Santander, Información financiera, edición internet, www.santander.com, marzo 2010.

Citigroup, *Quarterly financial data supplement*, edición internet, www.citigroup.com, marzo 2010.

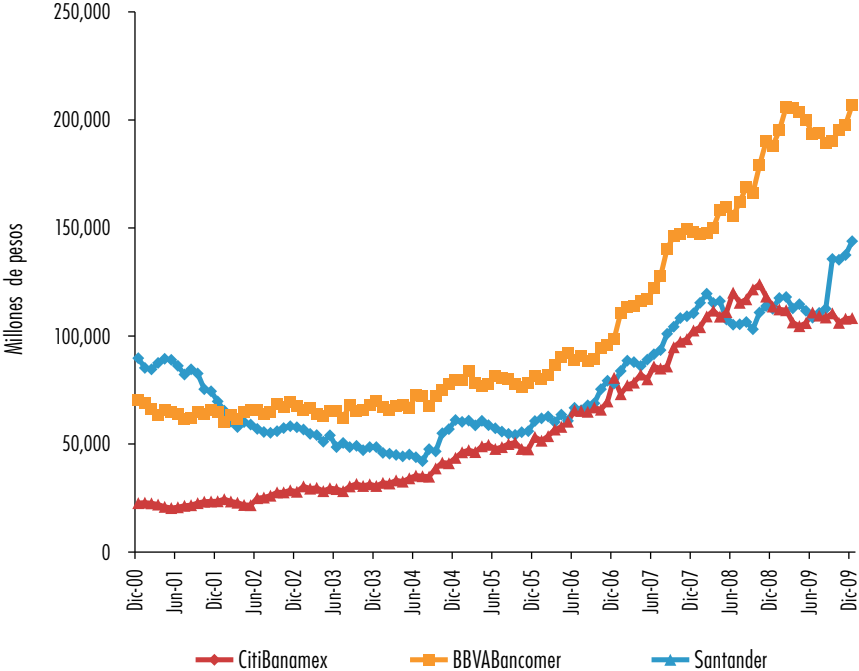
A pesar de que cada entidad tuvo bien definido un plan de estrategias en diferentes campos, se logra identificar igualdades dentro de ellas. La banca extranjera incorporó el uso de alta tecnología. La instalación de nuevos cajeros automáticos con la función que permite que los billetes una vez ingresados sean disposiciones de efectivos para otro cliente, crea una banca electrónica o móvil donde se pueden realizar operaciones bancarias y de inversión a través de un teléfono celular; además integró en la construcción e instrumentación de sus bases de datos el desarrollo tecnológico de grandes empresas de tecnología de la información para contar con herramientas modernas en la administración eficiente de productos de inversión y financieros, y realizar análisis, selección y revisión de portafolio de inversiones.

De igual manera, continuó especializando sus productos de captación y otorgamiento de crédito, por lo que abrió unidades de atención al segmento tradicional y al segmento alto de servicios financieros con personal altamente capacitado y servicios 100% bilingües en asesoría en coberturas de tipo de cambio, tasas de interés y lo referente a banca de inversión para diversificar inversiones y financiamiento en títulos de deuda en mercados financieros nacionales e internacionales, así como productos y asesoría sobre créditos hipotecarios.

Propició esquemas tarifarios dirigidos a las PYMES para el uso de tarjetas de débito y chequeras en dólares, inversión empresarial y crédito sin comisión de apertura. En apoyo a este sector negoció alianzas con gobiernos estatales creando fideicomisos para acceder a crédito en condiciones de menor tiempo de respuesta,

tasas de interés más bajas, sin comisión de apertura y asesoría financiera. Lo anterior se vio reflejado en el crédito otorgado al sector empresarial con un repunte al alza desde mediados del 2009, sobresaliendo BBVABancomer (ver Gráfica 1).

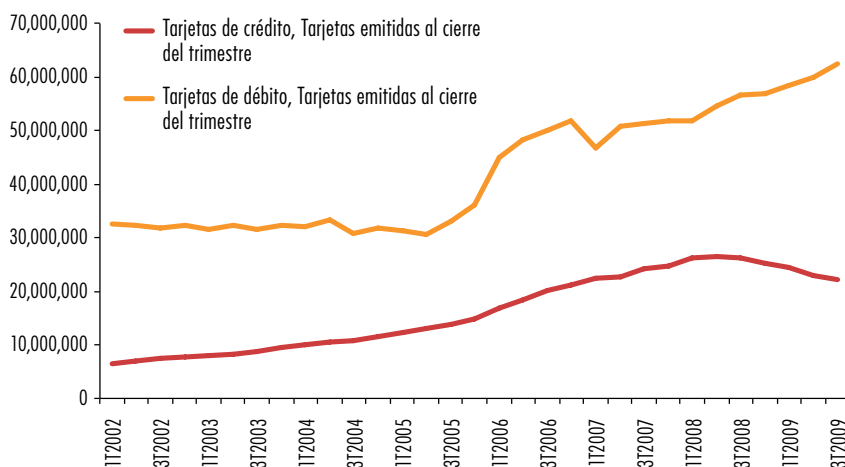
Gráfica 1
Crédito a actividad empresarial



Fuente: Elaboración propia con información de la CNBV, Banca Múltiple, Series Historicas, Diciembre 2009, edición internet, www.cnbv.gob.mx, marzo 2010.

Otro segmento al que dirigió su utilidad fue al otorgamiento de crédito estructurado hacia microfinancieras. Finalmente, amplió las características de sus tarjetas de crédito con una nueva plataforma diseñada especialmente para el control y la reducción de costos en viajes, uso en la compra de boletos en agencias de viajes, alojamiento en hoteles, renta de automóviles, reservaciones en restaurantes y algunos otros servicios de entretenimiento. Por lo que, fueron claros sus programas de comercialización de sus productos y servicios dando millones de regalos y promociones para incrementar saldos al instante. La emisión de tarjetas de crédito y débito sustentan ese comportamiento como se puede ver en la Gráfica 2. En el ejemplo de tarjetas de débito se emitieron 47 millones de tarjetas en 2007 que pasaron a 60 millones en 2009, al cierre del cuarto trimestre de cada año (Gráfica 2).

Gráfica 2
 Sistema de pagos de bajo valor:
 Tarjetas de crédito y débito emitidas, 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con información Banco de México, Estadísticas, Sistema de pagos de bajo valor, edición internet, marzo 2010.

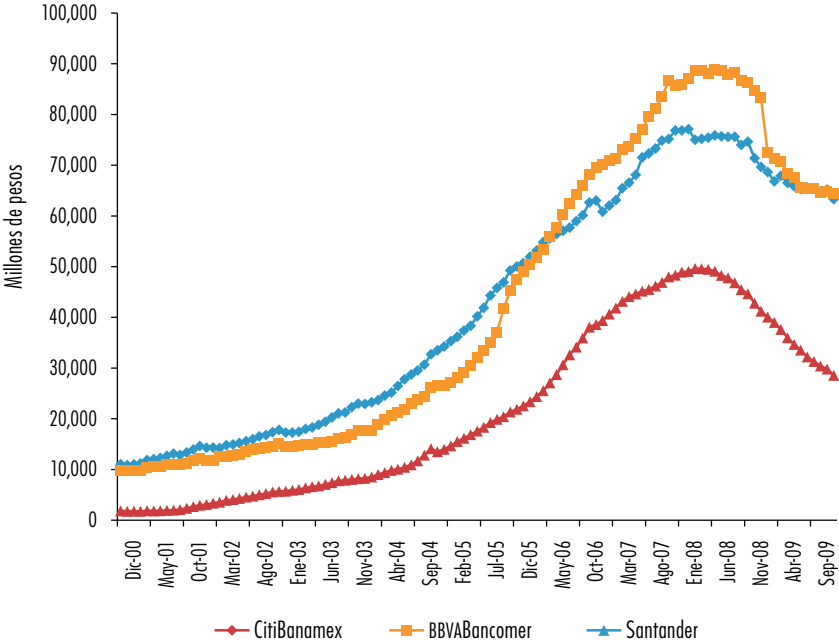
Algo que sin duda no podía faltar con la presencia de un contexto de incertidumbre fueron los incentivos para el pago y/o reestructuración de deuda para clientes.¹ Lo que abarcó fueron nuevos esquemas de pagos, reducción en tasas de interés, servicios gratuitos como consulta de saldos, depósitos y retiros entre cuentas propias, así como el pago de servicios, como recibos de luz, agua, teléfono, para clientes de servicio básico. Cabe señalar que a pesar, de estos incentivos los precios de los productos y servicios financieros son muy altos en el mercado mexicano, además de que los 12 conceptos² señalados por la Condusef en agosto

¹ Acción apoyada por la iniciativa de Banco de México hacia instituciones financieras, donde se señala el 25 de junio de 2009, en el *Diario Oficial de la Federación* el “Decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros y la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros”, conforme al cual no se permite el cobro de comisiones por concepto de sobregiro o intento de sobregiro en créditos, préstamos o financiamientos revolventes asociados a tarjetas, así como en créditos personales de liquidez sin garantía real. La Condusef publicó una lista de 12 conceptos que dejaron de operar a partir del 21 de agosto de 2009.

² Los 12 conceptos son: 1. Por manejo de cuenta y por no mantener un saldo mínimo de manera simultánea en un mismo periodo; 2. Por devolución de cheque que se haya recibido para

de 2009, realmente no tuvieron un impacto en la reducción de los verdaderos costos y pagos de los usuarios, por lo que los bancos tuvieron que controlar y disminuir los créditos a consumo vía tarjeta de crédito. La Gráfica 3 muestra la reducción a partir de mediados del año 2008, y mayor uso de las tarjetas de débito como lo señalamos en el párrafo anterior.

Gráfica 3
Crédito a consumo. Tarjetas de Crédito



Fuente: Elaboración propia con información de la CNBV, Banca Múltiple, Series Históricas, Diciembre 2009, edición internet, www.cnbv.gob.mx, marzo 2010.

-
- abono en cuenta; 3. Por manejo de cuenta, apertura y por no mantener un saldo mínimo;
 - 4. Por devolución de cheque que se haya recibido como medio de pago de algún crédito; 5. Cuentas de depósito; 6. Medios de disposición; 7. Servicios de banca electrónica; 8. Por exceder el saldo de la cuenta de depósito asociada a una tarjeta de débito (TDD); 9. Por intentar exceder el saldo de la cuenta de depósito asociada a una TDD derivado de transacciones con ella; 10. Que no puedan incluirse en el CAT, salvo las comisiones por pago anticipado, tardío o incumplimiento; 11. Alternativas, es decir cuando el monto de la comisión se determine utilizando posibles opciones del cálculo; 12. Por cancelación de tarjetas de crédito.

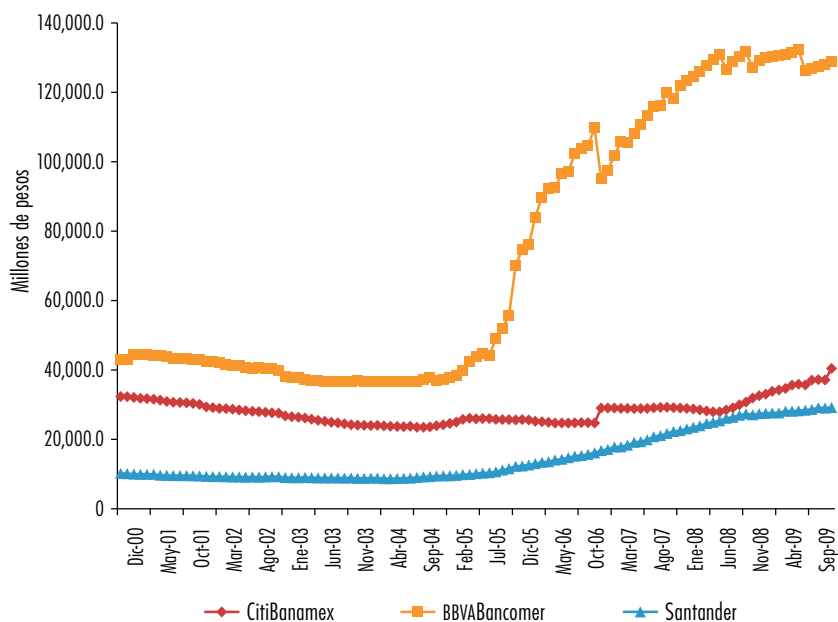
De todo este conjunto de acciones pueden identificarse dos más por cada banco. El CitiBanamex establece una nueva estructura en su consejo de administración. Se crea la Comisión Ejecutiva de los consejos de administración de Grupo Financiero Banamex y Banco Nacional de México, la que tendría por objeto la definición y ejecución de la estrategia del Grupo, así como la supervisión del cumplimiento de las metas y objetivos de ambas instituciones. Comisión presidida por Manuel Medina Mora, en su carácter de presidente y director general de Citi en México y América Latina, así como director general de la Banca de Consumo de Citigroup para las Américas. La Comisión Ejecutiva está integrada adicionalmente por tres miembros de los consejos de administración del Banco y del Grupo: Enrique Zorrilla, Javier Arrigunaga y Fernando Quiroz. Enrique Zorrilla, continúa como director general de Banco Nacional de México. Javier Arrigunaga asume la dirección general de Grupo Financiero Banamex y en tal carácter será responsable de los negocios de Administración de Inversiones (Afore Banamex, Seguros Banamex y Operadora de Sociedades de Inversión). Lo anterior en adición a sus responsabilidades como director general de Administración de Citi para América Latina. Fernando Quiroz continúa como director general del Grupo de Clientes Institucionales (ICG, por sus siglas en inglés) de Citi para América Latina y presidente del Consejo de Administración de Accival. Cabe señalar que esto fue resultado de una reestructuración global del grupo Citibank a nivel mundial.

En el caso de BBVA Bancomer en 2004 adquirió el 100% de Hipoteca Nacional México, con una inversión de 375 millones de dólares, lo que ha permitido una fuerte actividad en créditos hipotecarios. dentro de la cartera de crédito de BBVA Bancomer el crédito a vivienda. En 2009 otorgó 128,865.8 millones de pesos. En comparación con CitiBanamex superó el crédito por 4 veces y 5 veces el de Santander (Gráfica 4).

CONCLUSIONES

La derivación de todo ese conjunto de acciones emprendidas por la banca extranjera en México fue la obtención de altas ganancias destinadas a su país de origen. Para ello se observó el comportamiento de los resultados atribuibles del grupo en México al grupo en su país de origen. Se observa que BBVA Bancomer aportó más del 30% de las utilidades a BBVA en España. En el caso de CitiBanamex para los años observados se puede identificar dos tendencias, para los años 2006 y 2007, son más del 10% y ganancias positivas. En los años 2008 y 2009, Citigroup reportó utilidades negativas, pero las utilidades de CitiBanamex fueron positivas, por lo que la sede en México redujo las pérdidas del grupo en Estados Unidos (Cuadro 2).

Gráfica 4
Cartera de crédito a Vivienda



Fuente: Elaboración propia con información de la CNBV, Banca Múltiple, Series Históricas, Diciembre 2009, edición internet, www.cnbv.gob.mx, marzo 2010.

Cuadro 2
Resultado atribuible del Grupo en México al Grupo Sede
(Millones de dólares y porcentajes)

Año	Citigroup (Millones de dólares)	GFBanamex (Millones de dólares)	Porcentaje	GBBVABancomer (Porcentaje)	Santander México (Porcentaje)
2006	21,538.0	2,156.6	10.0	37.4	7.0
2007	3,617.0	880.3	24.3	34.8	7.2
2008	-27,684.0	693.3	-2.5	35.8	6.8
2009	-1,606.0	1,155.3	-71.9	25.8	5.5

Fuentes: Elaboración propia con datos de

BBVA, Series trimestrales, información financiera, edición internet, www.bbva.es, marzo 2010.

Santander, Información financiera, edición internet, www.santander.com, marzo 2010.

Citigroup, *Quarterly financial data supplement*, edición internet, www.citigroup.com, marzo 2010.

Finalmente, una vez instalada la banca comercial en México no ha dejado de dar crédito. Aunque no es propósito de este trabajo, al revisar los indicadores de crédito resaltó su orientación a partir del 2003 hacia el consumo y la vivienda, dejando abajo al sector industrial y comercio. Por lo que ha mantenido altas tasas de interés y comisiones en la prestación de operaciones activas. Ante el escenario de altas tasas de interés, altas comisiones, una participación ficticia de la banca de desarrollo y la falta de recursos, responsabilidad y compromiso a los instrumentos de apoyo a las micro, pequeña y mediana empresas, el financiamiento en nuestro país, ha encontrado diferentes maneras de ser cubierto con fuentes de financiamiento no bancario como son los recursos del exterior, emisión de instrumentos de deuda interna y deuda externa, proveedores y en el ámbito interno en particular al sector popular, con las microfinancieras, los BACC y las remesas considerado como un poder económico de los pobres.³

³ En la Encuesta de opinión pública de receptores de remesas en México de 2007, se difundieron los resultados de 2,425 entrevistas realizadas en los 31 estados mexicanos y el D.F., de los cuales a la respuesta de ¿en qué emplea el dinero? Respondieron que el 57% lo empleó en gastos de primera necesidad; 13% en la educación y 5% en negocio; llama la atención que estos dos últimos rubros incrementaron en comparación con el año 2003 que fueron de 7% y 1%, respectivamente (BID, 2007).

Estrategias	BBVA Bancomer
Venta de activos fijos y/o activos financieros	Bursatilización de cartera hipotecaria, con la finalidad de proveer al mercado de emisiones de alta calidad, de productos de menor riesgo y alta rentabilidad con un total de 19,840.6 millones de pesos de diciembre de 2007 a agosto de 2009.
Incorporación o desarrollo de tecnología	Plan de infraestructura tecnológica. Incorporación de nuevos cajeros automáticos recicladores, los cuales pueden reciclar el efectivo, es decir, tienen la función tecnológica que permite que los billetes que ingresen sean disposiciones de efectivo que realice otro cliente, evita que los ATM's sean abastecido por empresas de traslado de efectivo. Inversión de 10 millones de dólares. Ubicados en la región del Bajío. BBVA Bancomer-IBM, infraestructura de sistemas dinámica que permite a sus sistemas estar más instrumentados, permitiendo medir y controlar datos al máximo detalle, así como responder en forma rápida y precisa, habilitando bases de datos estructuradas y no estructuradas para tomar decisiones para un mejor servicio.
Alianza estratégica	BBVA Bancomer-ITAM, para formar especialistas que desarrollen modelos y metodologías para tener un conocimiento más completo de los 18 millones de clientes para evaluar perfil y necesidades. BBVA Bancomer- IBM.
Compra de bancos grandes y consolidados u otras instituciones	En 2004 BBVA Bancomer adquiere el 100% de Hipoteca Nacional México, inversión de 375 millones de dólares, lo que ha permitido tener una fuerte actividad en créditos hipotecarios. En 2009 más de 120,000 millones de pesos.
Introducción de nuevos productos y servicios tradicionales y especializados	Apertura de nuevas sucursales (Oficinas de Certidumbre Integral) con unidades de atención especializada para residentes en México, donde dan asesoría en coberturas del tipo de cambio y tasas de interés oficina de Certidumbre integral, con personal y servicios 100% bilingües. La idea es dirigirse a los llamados "Baby Boomers", clientes en etapa de retiro de los Estados Unidos o Europa que buscan instalarse en tierras mexicanas. Ubicados Polanco, Lomas de Chapultepec, Corredor Reforma, Santa Fe, Colonia Condesa, San Miguel Allende, Ejiç, Los Cabos, Puerto Vallarta, Cancún y Cozumel. Para 2008-2009, Bancomer contó con 39 centros, A través de sus programas de Educación Financiera en México, no especializada en cuanto asesoría de los productos de captación y otorgamiento de crédito y especializada en cuanto a banca de inversión se refiere, tiene relación con universidades privadas como el ITAM, Tecnológico de Monterrey, con esto a resultado acercarse a más de 7 millones de mexicanos. Una inversión de 110 millones de dólares en 2009. Taller de crédito hipotecario.
Introducción a nuevos segmentos de la población	A través de Bancomer Transfer Services, opera con el envío de remesas de mexicanos residentes en los Estados Unidos, a junio de 2009 operó con el 48% del total de remesas que llegan a México. En 2000 cobró una comisión de 31 dólares en 2009 la redujo a 10
Comercialización de sus productos y servicios	La captación a septiembre de 2009 alcanzó un saldo de 208, 403 millones de pesos, a través de su programa de comercialización dando 1.4 millones de regalos, sus productos fueron a 2009 el libretón, el libretón en dólares, libretón chequera, promociones como "regalo al instante de incrementar en 6,500 el saldo de su cuenta", con lo que también se barrieron 125,000 nuevas cuentas.
Incentivos para el pago de deuda, reestructuración de deuda para clientes	Baja en tasas de interés de 28% a 23%. También bajó comisión de 80 pesos a 6 pesos para depósitos interbancarios por Internet, además de mantener servicios gratuitos como consulta de saldos, depósitos y retiros entre cuentas propias, así como el pago de servicios.

Incorporación o desarrollo de tecnología	Telcel y Banamex, crean Banca Móvil, el servicio a través del cual se realizan operaciones bancarias a través de un Telcel, sin necesidad de conectarse a Internet, respecto a consulta de saldos y movimientos, transferencias entre cuentas propias, de terceros e interbancarias, pagos de Tarjetas de Crédito Banamex y de otros bancos, pago de servicios (Teléfono, Luz, TV de pago, etc.), compra de tiempo aire Telcel para un número propio u otro número.	Creación de Blink & Play un Banco Virtual cuyo origen fue Accigame. 100% internet / No existirán sucursales. Servicios bancarios y de inversión en un solo sitio. Medios de acceso: Internet / Tarjeta de débito / Chat / Call center / email. Consulta de saldos y movimientos bancarios y de inversión. También tiene acceso a Blink Mobile: para Blackberry / iPhone / Windows Mobile, además ofrece información del mercado con 20 minutos de retraso.	IBM y Afore Banamex, creación de una plataforma de servicios de consultoría en materia de innovación de aplicaciones, en una primera fase, un análisis de los procesos de negocio actuales de Afore Banamex y propuso una nueva arquitectura de procesos futuros, buscando primordialmente la optimización en los servicios que se brindarían al usuario final. La segunda fase del proyecto, con la que formalmente inicia el proyecto de consultoría, consistió en la construcción e instrumentación de una herramienta hecha a la medida de Afore Banamex y sus clientes, basada en la tecnología BPM (Business Process Management) y habilitada por SOA (Services Oriented Architecture).
Introducción de nuevos productos y servicios tradicionales y especializados	Nuevo esquema tarifario dirigido a las PYMES, el cual ofreció un descuento de 35% a 100% de su tarifa fija mensual por el uso de tarjetas de débito o cuentas en cheques, además la emisión de cheques y transacciones ilimitadas en Banca Electrónica. Además que se incluyen nuevos productos como chequeras en dólares, inversión empresarial y crédito sin comisión de apertura.	Estrategia de introducción de nuevo producto. Estrategia de otorgamiento de crédito. Estrategia de alianzas estratégicas. Nuevo producto hipotecario Infonavit Total Banamex. Infonavit originará la totalidad del préstamo conforme a su proceso tradicional y posteriormente compartirá con Banamex una participación en el mismo. Producto de esta alianza, en una primera etapa resultó una inversión crediticia de 8 mil millones de pesos en este año, lo que implicará la colocación de aproximadamente 35 mil créditos hipotecarios, la segunda etapa anunció una inversión de 30 mil millones de pesos y una colocación de 60 mil créditos hipotecarios.	Estrategia de introducción productos nuevos. Estrategia de captación de recursos. Estrategia de estructura de sociedades de inversión abierta para la comercialización de fondos de inversión. Banca Patrimonial Banamex ofrecerá el acceso a través del Templeton Global Bond Fund (uno de los mayores fondos de inversión en el mundo). A través de un solo instrumento, se podrá diversificar en este fondo que invierte selectivamente en títulos de deuda de más de 30 países de Europa, Asia y América denominados en distintas monedas. Esto es, una estrategia que no se limita a vender únicamente los fondos de inversión administrados por Banamex, sino que hace una minuciosa investigación de los mejores fondos de inversión en todo el mundo y selectivamente los pone a disposición de sus clientes.

<p>Introducción de nuevos productos y servicios tradicionales y especializados</p>	<p>Estrategia de introducción de nuevos productos. Estrategia de captación de recursos. Estrategia de alianza con MasterCard. Tarjeta de débito, Tarjeta Platinum de Débito MasterCard, uno de los productos de captación más innovadores y emblemáticos del sistema financiero mexicano.</p>	<p>Creación de tarjeta virtual, Solución Centralizada de Viajes (CTS, por sus siglas en inglés), una nueva plataforma diseñada especialmente para el control y la reducción de costos en viajes, uso en la compra de boletos en agencias de viajes, alojamiento en hoteles, renta de automóviles, reservaciones en restaurantes y algunos otros servicios de entretenimiento (todos estos servicios con cargo directamente a la cuenta de la empresa).</p>	<p>Estrategia de alianza con VISA. Crean Impulso empresarial, tarjeta de crédito con acceso a la línea de crédito revolving para financiamiento para sus necesidades en mercados nacionales e internacionales. Además cuenta con Seguro Banamex por fraude, donación, robo y/o extravío sin cargo adicional. Esta tarjeta puede ser contratada con límites individuales por tarjeta asociada y estados de movimientos independientes para cada una. Alianza comercial The Home Depot y Banamex, tarjeta de crédito.</p>
<p>Introducción a nuevos segmentos de la población</p>	<p>Creación de nuevos centros de atención al segmento alto de servicios financieros. Chigold Actival da asesoría con personal altamente especializado de la Casa de Bolsa Acciones y Valores Banamex, a clientes que quieren acceso a los instrumentos más modernos del mundo para administrar eficientemente e incrementar su patrimonio, dando a conocer en un mayor rango de productos de inversión y financieros, análisis, selección y revisión de portafolio de inversiones. Establecimientos de Programas de Educación Financiera Banamex dirigido a representantes de prestigiosas instituciones educativas. Además de su programa de reconocimiento a las trayectorias más exitosas de microfinanzas con objeto de adecuar y mejorar los productos y servicios que ofrecen las microfinancieras. Así como asociaciones con otras instituciones como Coparmex.</p>	<p>Estrategia de alianza con el gobierno de Chiapas. Crean un fideicomiso denominado Facilitador de Acceso permite acceder a crédito en condiciones de menor tiempo de respuesta (24 horas en créditos preautorizados), tasa más baja, sin comisión de apertura y 0.5% de comisión anual, asesoría en el trámite y no requiere una garantía específica. El gobierno estatal rembolsar hasta 10 puntos porcentuales del costo del crédito, lo que puede hacer que el cliente pague sólo el 7% del mismo. Su esquema va de 20 mil pesos hasta 3.5 millones de pesos.</p>	<p>Ortorgamiento de crédito estructurado hacia la microfinanciera Compartamos. En 2004, en una primera etapa, CitiBanamex emitió Certificados Bursátiles Bancarios, por un monto de 190 millones de pesos. En 2009, anunció un plan adicional de estos bonos por un monto total de \$1,000 millones de pesos (\$75 millones de dólares), con plazo de 3 años y precio de 200 puntos base sobre TIE, la colocación fue entre instituciones locales e inversionistas comerciales. Los bonos obtuvieron una calificación de "mxAA-" por parte de la agencia calificadora Standard and Poors y de "AA- (mex)" por parte de Fitch. Banco Compartamos utilizó el financiamiento emitido por Citi/Banamex para diversificar su fuente de fondeo.</p>

Cambios en su administración

Se crea la Comisión Ejecutiva de los consejos de administración de Grupo Financiero Banamex y Banco Nacional de México. Ésta tendrá por objeto la definición y ejecución de la estrategia del Grupo, así como la supervisión del cumplimiento de las metas y objetivos de ambas instituciones. Esta comisión será presidida por Manuel Medina Mora, en su carácter de presidente y director general de Citi en México y América Latina, así como director general de la Banca de Consumo de Citigroup para las Américas. La Comisión Ejecutiva está integrada adicionalmente por tres miembros de los consejos de administración del Banco y del Grupo: Enrique Zorrilla, Javier Arriagunaga y Fernando Quiroz. Enrique Zorrilla, continúa como director general de Banco Nacional de México. Javier Arriagunaga asume la dirección general de Grupo Financiero Banamex y en tal carácter será responsable de los negocios de Administración de Inversiones (Afore Banamex, Seguros Banamex y Operadora de Sociedades de Inversión).

Incentivos para el pago de deuda, reestructuración de deuda para clientes

Reactiva su plan tasa baja Banamex con esquemas personalizados para cada tarjetahabiente, este nuevo esquema no aplica restricciones, ni por el tipo de la cuenta, ni por la tarjeta o perfil del cliente (incluyendo a aquellos que hayan caído en mora), sin fecha límite y con un potencial de atención de más de 7 millones de tarjetas.

BIBLIOGRAFÍA

- Ackoff, Russell, *Planificación de la empresa del futuro*, México, Limusa, 1991.
- América Economía*, “Rankin de Bancos, 2009”, consultado en marzo de 2010), disponible en: <www.americaeconomia.com>.
- Cepal, *La inversión extranjera en América Latina y El Caribe*, Comisión Económica para América Latina y El Caribe, junio 2003.
- BBVA, *Información financiera*, Series trimestrales, marzo 2010, disponible en: <www.bbva.es>.
- BBVA Bancomer (2010), “Conócenos”, en *Sala de prensa*, Comunicados de prensa de 2007-2009 (consultado en el 2010), disponible en: <http://www.bancomer.com.mx/nuestrom/nuestrom.asp?mainf=nuemu_perco_menu.html>.
- Banamex, “Acerca de Banamex”, en *Sala de prensa*, Boletines de prensa 2007-2009 (consultado en el 2010), disponible en: <http://www.banamex.com/esp/acerca_banamex/grupo/sala_prensa/boletines2010/index.html>.
- BID, *Encuesta de opinión pública de receptores de remesas en México 2007*, Banco Interamericano de Desarrollo, Bendix & Associates, MIF-FOMIN, consultado 6 de noviembre 2011.
- BID, *Las remesas como instrumento de desarrollo*, Banco Interamericano de Desarrollo, Fondo Multilateral de Inversiones, 6 de noviembre 2011.
- Citigroup, *Quartely Financial Data Supplement*, marzo de 2010, disponible en: <www.citigroup.com>.
- Fuentes, Arturo, “El pensamiento sistémico. Caracterización y principales corrientes”, en *Cuadernos de Planeación y Sistemas, Seminario y Taller de Metodología*, Departamento de Ingeniería de Sistemas, División de Estudios de Posgrado, Facultad de Ingeniería, UNAM, 1993.
- Gelman, O., G. Negroe, “La planeación como un proceso básico en la conducción”, en *Revista de la Academia de Nacional de Ingeniería*, Academia Nacional de Ingeniería, México, Vol. 1, núm. 4, junio, 1982.
- Santander, *Información financiera*, marzo de 2010, disponible en: <www.santander.com>.
- Thompson, Arthur A., y A. J. Strickland III, *Administración Estratégica*, México, Undécima Edición, McGraw-Hill, 2000.
- The Banker, *The Banker Top 1000 World Banks 2009*, noviembre 2009, disponible en: <www.thebanker.com>.

IX

INVERSIÓN, DEUDA Y EMPRESAS: PROCESO DE FINANCIARIZACIÓN EN MÉXICO

Teresa López y Jorge Bustamante

RESUMEN

La inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, pues determina la capacidad de producción futura de un país. De ahí la aplicación de medidas tendentes a estimular la rentabilidad de las empresas, como las exenciones fiscales para estimular a las empresas a adquirir nuevo equipo, ya sea para reponer el obsoleto o para aumentar su capacidad productiva o bien por ambos motivos. Bajo esta perspectiva, este trabajo analiza la relación existente entre la estructura financiera de las empresas y la inversión en México. Para ello los autores presentan un modelo econométrico basado en datos de panel de una muestra representativa de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Palabras clave: empresas deuda, gestión de la deuda, política monetaria.

INVESTMENT, DEBT AND COMPANIES: THE PROCESS OF FINANCIALIZATION IN MEXICO

ABSTRACT

Investment is a key variable in the workings of an economy as it determines the future production capacity of a country. Thus, measures to stimulate business profitability are implemented, such as tax exemptions to encourage businesses to hire new people, either to replace old workers, increase productive capacity, or for both reasons. Based on this perspective, this work analyzes the existing relationship between companies' financial structures and investment in Mexico. The authors present an econometric model based on panel data taken from a representative sample of companies listed on the Mexican Stock Exchange (Bolsa Mexicana de Valores).

Key words: business debt, debt management, monetary policy.

INTRODUCCIÓN

La inversión es una variable clave en el funcionamiento de la economía, no sólo porque sus fluctuaciones afectan directamente la actividad económica, sino también y, sobre todo, porque determina la capacidad de producción futura de un país. Bajo esta perspectiva, y considerando que la inflación afecta las decisiones de inversión y la maduración de los proyectos en proceso, pareciera justificable que se apliquen políticas anti-inflacionarias basadas en la contracción de la demanda agregada. Así mismo pareciera congruente la instrumentación de políticas de desregulación de la economía, en particular del sector financiero y externo, porque, según los defensores de dichas políticas, mediante éstas se propicia la competencia en los mercados y, en consecuencia, se reducen las presiones inflacionarias y se mantiene la estabilidad monetaria. En general, se sostiene que este tipo de políticas contribuye a la formación de expectativas positivas que estimulan la inversión y, por tanto, el crecimiento económico estable y sostenido (Bernanke y Mishkin, 1997). En el mismo sentido se ha justificado la aplicación de medidas fiscales tendientes a elevar la rentabilidad de las empresas, como las exenciones fiscales o la reducción o eliminación de impuestos, porque se supone éstas alientan la adquisición de nuevo equipo, ya sea para reponer el equipo obsoleto y/o para aumentar su capacidad productiva. Además de la aplicación de políticas de ajuste y estabilización macroeconómica, los enfoques convencionales establecen como condición necesaria para alcanzar la estabilidad monetaria, el equilibrio en las finanzas públicas porque se argumenta que el déficit público es una fuente generadora de presiones inflacionarias.

Al respecto, cabe señalar que los resultados de investigaciones empíricas debilitan y ponen en entredicho los supuestos efectos positivos de las políticas de ajuste y estabilización macroeconómica sobre la inversión y el crecimiento económico. Algunas investigaciones para algunas economías europeas hablan sobre que no existe evidencia contundente que demuestre una relación inversa entre la inversión y el déficit público, tampoco se ha demostrado que el déficit público afecte de manera negativa el financiamiento de las empresas (Arestis, Goodwin y Sawyer, 2007). Otros resultados de investigaciones sobre los efectos de las restricciones financieras en las decisiones de inversión de las empresas (Fazzari y Athey, 1987; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988; Colomiris y Hubbard, 1990; Hubbard, Kashyap y Whited, 1995), indican que la tasa de interés no es el único ni el determinante más importante de la inversión; porque factores como el flujo de caja, las ganancias y el nivel del producto tienen efectos directos y más elevados sobre la inversión. En la misma dirección apuntan los resultados de otros trabajos empíricos (Mato, 1989), que indican que el efecto de la tasa de interés sobre la demanda de financiamiento

de las empresas es indirecto, porque su impacto dependerá de la estructura de la deuda de las empresas, pues ésta determina el costo medio de los recursos ajenos.

Bajo una perspectiva heterodoxa, el objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la tasa de interés sobre la inversión de las empresas a través de la estructura de su deuda, para el caso de México. Para ello, se construyó un modelo econométrico basado en datos de panel de una muestra representativa de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Con este análisis esperamos confirmar que el efecto de la tasa de interés sobre la inversión es indirecto, porque su magnitud depende de la estructura de la deuda de las empresas. El estudio se sostiene en tres hipótesis. La primera afirma que en mercados financieros imperfectos, esto es, en presencia de información asimétrica e incertidumbre, la información incompleta sobre la calidad de los prestatarios conduce a los oferentes de fondos a imponer restricciones cuantitativas a la demanda de financiamiento de las empresas. Un indicador de ello, es el hecho de que las tasas de interés no se ajustan a las condiciones económico-financieras de cada empresa. En este caso, las variables financieras impactan de forma indirecta a la inversión; el efecto será directo si las variaciones en la tasa de interés afectan el precio de mercado de los bienes de capital (costo del capital fijo). No obstante, en ambos casos las variables financieras afectan el ciclo de las variables reales, pero su magnitud dependerá de la estructura de la deuda y del impacto en el costo del capital fijo. La segunda hipótesis afirma que el efecto de la tasa de interés sobre la demanda de recursos externos de las empresas dependerá de su estructura de financiamiento, porque el costo medio de los recursos ajenos está determinado por dicha estructura. Por tanto, es altamente probable que las grandes empresas, según el volumen de sus activos, mantengan una relación inversa entre el coeficiente de endeudamiento ($\text{Recursos externos/Patrimonio neto}$) y el costo medio de los recursos ajenos ($\text{Gastos financieros/Recursos ajenos}$). Además, la relación entre la tasa de interés y la demanda de financiamiento de las empresas también dependerá de la composición del endeudamiento por plazos y por tipo de pasivos (préstamos, bonos, obligaciones, proveedores, etcétera). Si ello es así, es posible que las grandes empresas sean las más endeudadas a un plazo medio superior y, sin embargo, logren mantener el costo medio de la deuda más bajo, dada su menor dependencia de los préstamos bancarios. De ello se desprende que los fondos internos son buenos predictores empíricos de la inversión, pues en presencia de mercados financieros imperfectos con asimetrías en la información, el incremento de la inversión para ajustar el stock de capital existente al deseado dependerá de la capacidad de autofinanciamiento de las empresas. En otras palabras, son beneficios pasados de las empresas las que limitan el financiamiento de los proyectos de inversión, dado el costo del financiamiento. Debemos señalar que estamos suponiendo que las empresas toman sus decisiones de inversión con

base en la demanda esperada, siguiendo el comportamiento pasado de la demanda efectiva de sus productos. Ello implica que las decisiones de inversión y, por tanto, el nivel de producción de las empresas están determinados por la demanda efectiva de su producto, cuyo indicador empírico es el valor de las ventas. Éstas a su vez determinan las ganancias de la empresa y, por tanto, los recursos internos que las empresas destinen para el autofinanciamiento de sus decisiones de inversión. La tercera hipótesis, ligada a las dos anteriores, sostiene que ante la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva. Ello se refleja en una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras.

El trabajo se estructura en tres secciones. Después de esta introducción, en la primera y segunda se exponen las tesis centrales de los enfoques nekeynesiano y poskeynesiano, respectivamente, sobre los mercados financieros y la relación entre los factores financieros y la inversión. En la tercera sección se presentan los resultados de un modelo de panel para México, donde se analiza el comportamiento de la estructura de la deuda de las grandes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores. Finalmente, se presentan algunas conclusiones.

FINANCIAMIENTO A LA INVERSIÓN.

ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN Y RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO

En un contexto internacional marcado por la creciente volatilidad y fragilidad financiera que se venía registrando desde finales de la década de los setenta, que se agravó en los primeros años de la década de los ochenta, con la crisis de la deuda externa que se registró en México y las principales economías latinoamericanas, se realizaron investigaciones empíricas cuyos resultados dejaron ver las inconsistencias teóricas del teorema de la irrelevancia financiera, que sostiene que los factores financieros no influyen en las decisiones de inversión real de las empresas, planteada por [Modigliani y Miller] (1958). Estos trabajos teóricos se desarrollaron en dos direcciones. Por un lado, investigaciones a nivel microeconómico (Bernanke, 1983; Bernanke y Gertler, 1989; Greenwald y Stiglitz, 1990 y 1998) para analizar los efectos de las variables financieras en las decisiones de inversión de las empresas. Por el otro, se hicieron investigaciones a nivel macroeconómico para identificar las causas y efectos de las crisis financieras (Greenwald, Stiglitz y Weiss y 1984; Stiglitz y Weiss, 1981, 1992).

Teorema de la irrelevancia financiera y el mercado financiero perfecto

La mayoría de los trabajos empíricos sobre la relación entre la inversión y las variables financieras, que se realizaron durante las décadas de los años sesenta y setenta, y en menor medida durante la década de los años ochenta, asumieron el marco teórico de los mercados financieros perfectos construido por Modigliani y Miller (1958). Bajo este supuesto, los fondos internos y externos son sustitutos perfectos para las empresas; además, no existen límites al endeudamiento de las mismas. Esto último, implica que todas las empresas pueden obtener siempre el volumen de financiamiento que requieren o desean, para poner en marcha sus planes de inversión. En el caso de que los fondos internos de las empresas no sean suficientes para emprender un proyecto de inversión, éstas pueden obtener financiamiento externo al mismo costo y en la cantidad requerida, independientemente de la posición de su balance financiero. Entre estos trabajos se ubican los de Fama (1974) y Chowdhury y Miles (1987), cuyo objetivo fue cuantificar los efectos de la política de financiamiento sobre los dividendos de las empresas. De manera excepcional se realizaron estudios sobre los efectos simultáneos de la inversión, el financiamiento externo y los dividendos de las empresas; uno de estos estudios fue el de Dhrymes y Kurz (1967).

A finales de la década de los ochenta, se publicaron resultados de investigaciones empíricas que incluyeron de forma explícita las restricciones financieras en las decisiones de inversión de las empresas (Fazzari y Athey, 1987; Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988). Estos trabajos se desarrollaron en el marco teórico neokeynesiano, que supone mercados financieros imperfectos debido a la existencia de información asimétrica, la cual conduce a los bancos a racionar su oferta de crédito. Asimismo, que las ganancias y la existencia de colaterales (como indicador de la capacidad de pago de los compromisos financieros) son buenos “indicadores de la calidad” de los solicitantes de crédito; de tal forma que a los solicitantes que tienen bajo o nulo valor de colaterales se les racionará el crédito. Entre los resultados de estos trabajos, sobresale el que indica que la tasa de interés tiene escasa significancia en la determinación de la inversión, en tanto que otras variables, como la tasa de retorno, volumen de venta y las ganancias, registran una mayor significancia.

Este resultado puede deberse a varias causas. Una que nos parece importante resaltar es el hecho de que en presencia de mercados de capitales imperfectos, la tasa de interés afecta de distinta forma a la inversión, ya que su impacto dependerá de la estructura de la deuda o fuentes de financiamiento (préstamos, bonos, obligaciones, proveedores, etcétera) de las empresas; porque el costo de

financiamiento de la inversión al que se enfrentan las empresas estará determinado por su situación financiera. En otras palabras, los costos financieros no son independientes de la situación financiera de las empresas. Si descartamos los problemas de método,¹ esta causa debe resaltarse porque nos permite analizar los efectos de las imperfecciones de los mercados financieros sobre la relación tasa de interés, estructura de financiamiento y decisión de inversión de las empresas, la cual había sido ignorada en la mayoría de los trabajos empíricos que se realizaron hasta la década de los ochenta.

MERCADOS FINANCIEROS IMPERFECTOS Y RACIONAMIENTO DEL CRÉDITO. ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN Y ADVERSIÓN AL RIESGO

El cuestionamiento al teorema de la irrelevancia financiera y la creciente fragilidad financiera que se venía registrando desde finales de la década de los ochenta, alentaron el desarrollo de explicaciones teóricas que incluyeron los factores financieros, en específico el crédito y la estructura de la deuda de las empresas, para explicar a nivel microeconómico los efectos de las variables financieras en las decisiones de inversión de las firmas (Bernanke, 1983). Paralelamente, se realizaron estudios a nivel macroeconómico que reabrieron la controversia sobre las causas y efectos de las crisis financieras; en este caso, se ubican los trabajos realizados por los neokeynesianos en cuyos modelos se introdujo el crédito, mediante la incorporación del supuesto de existencia de asimetrías en la información en los mercados financieros (Bernanke y Gertler, 1990; Hubbard, 1990; Allen y Gale, 2001). Estos estudios han seguido dos líneas de investigación. Una se ha concretado a analizar la relación que guardan las asimetrías en la información con el financiamiento interno y las decisiones de inversión de las empresas, manteniendo constantes las oportunidades de inversión. La segunda línea estudia los efectos de la estructura de la deuda o patrones de financiamiento sobre el control operativo de las firmas. Esta corriente sostiene que, ante la existencia de información asimétrica, las ganancias y el valor de los colaterales son tomados por lo bancos como indicadores de la calidad de pago de las empresas demandantes de fondos.

¹ Una causa está relacionada con problemas de método, ya que en muchos modelos se mide la relación entre la tasa de interés y la inversión utilizando series temporales, lo que generalmente implica estimar una relación de comportamiento con un nivel de agregación distinto al que se formula teóricamente.

Dado que ambas vertientes se desarrollan en el marco de la teoría neokeynesiana, asumen que cada proyecto de inversión potencial tiene una función de probabilidad de flujos de retornos objetiva y conocida por los inversionistas. De la misma forma, cada proyecto tiene asociado un nivel de rentabilidad y de riesgo representado por la función de probabilidad asociada a él. Los inversionistas conocen esta función porque se especializan en invertir; por su parte, los bancos se especializan en prestar para financiar proyectos de inversión, pero como éstos no desarrollan proyectos de inversión ni tampoco invierten en ellos, no conocen la función de probabilidad de retorno de cada proyecto de inversión. Según este argumento, lo único que saben los bancos es que no les conviene aumentar la tasa de interés, ya que ello eleva el riesgo de los proyectos de inversión debido a los problemas de selección adversa y riesgo moral (Stiglitz y Weiss, 1981). De modo que, ante un incremento en la tasa de interés los solicitantes de crédito más prudentes serán los primeros en retirar su solicitud, mientras que los inversionistas menos prudentes mantendrán su intención de contraer una deuda bancaria. Además, a medida que aumenta la tasa de interés, este tipo de inversionistas se comportará de manera más especulativa. En este marco, los aumentos en la tasa de interés generan inestabilidad en el sistema financiero porque fomenta el financiamiento especulativo, mediante la selección adversa (originada por la asimetría en la información) de los inversionistas que tienen acceso al crédito bancario.

Los efectos de la selección adversa y el riesgo moral se basan en el supuesto de la existencia de inversionistas neutrales al riesgo. De acuerdo con el enfoque neokeynesiano, este tipo de inversionistas no tiene costos de bancarota porque si su proyecto de inversión fracasa, los inversionistas sólo dejan de percibir los retornos esperados. En cambio, los bancos asumen las mayores pérdidas; de ahí que los incrementos en la tasa de interés afecten más a éstos, pues aunque un incremento en la tasa de interés supone un incremento en las promesas de pago de intereses por cada préstamo realizado, la probabilidad de que dichas promesas se concreten es menor. Por otro lado, dado que los bancos no pueden fijar diferentes tasas de interés a los inversionistas debido a que no cuentan con la información confiable que les permita distinguir entre deudores buenos de bajo riesgo y deudores malos de alto riesgo, los bancos optan por racionar el crédito a algunos demandantes.

En la primera línea de investigación, que analiza las implicaciones de las asimetrías de información sobre los costos de financiamiento interno y externo de las empresas, se ubican los trabajos de Fazzari, Hubbard y Petersen (1988) y Fazzari y Petersen (1993) cuyos resultados muestran que cuando existen imperfecciones de información, las empresas jerarquizan los medios de financia-

miento prefiriendo los fondos internos por ser menos costosos que los externos. Además, como los bancos no pueden aplicar la discriminación de precios entre deudores de bajo riesgo y deudores de alto riesgo, algunos inversionistas se verán afectados por el racionamiento del crédito. Calomiris y Hubbard (1990) ampliaron este análisis con la introducción del supuesto de que los inversionistas tienen diferentes niveles de fondos internos; lo que les condujo a la conclusión de que, ante la imposibilidad para reconocer cuáles proyectos de inversión son buenos y cuáles no, los bancos tomaran sus decisiones de otorgar o no los préstamos basados en el nivel de garantías (fondos internos y colaterales) de los demandantes de crédito. Ante aumentos en la tasa de interés, los bancos sólo prestarán a los inversionistas que cuentan con los mayores fondos internos, pues éstos son garantía de los contratos de deuda. De esta forma, algunos proyectos de inversión prudentes, en el sentido de que potencialmente podrían generar buenos resultados, no se les otorgara financiamiento debido a que sus fondos internos son menores comparados con los de otros inversionistas demandantes de crédito.

En esta misma línea de análisis, pero a nivel macroeconómico, se ubican los trabajos de Stiglitz y Weiss (1981) y Greenwald y Stiglitz (1990) que sostienen que en presencia de selección adversa y riesgo moral, existe equilibrio del mercado financiero con racionamiento del crédito. Este argumento ha sido utilizado por los nekeynesianos y nuevos monetaristas para explicar la gestación de las crisis financieras por la vía del canal del crédito. De acuerdo con estos enfoques, las imperfecciones en los mercados de crédito operan a través del valor neto de las empresas (que actúa como colateral del préstamo). La existencia de una relación inversa entre la riqueza de los prestatarios potenciales y los costos de agencia, implica que los bancos carguen una prima para cubrir los costos de vigilancia, monitoreo y transacción, menor cuanto menor sea el valor de la empresa, y viceversa. Por tanto, la instrumentación de una política monetaria restrictiva basada en aumentos en la tasa de interés, afectará el precio de los activos (a través del mecanismo de deflación de la deuda) y al efectivo de la empresa (por la vía del acelerador financiero), que afecta el valor neto de las empresas (Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1998). El deterioro del balance de las empresas y la menor oferta de crédito disminuye el gasto privado (inversión y consumo) y, con ello, la demanda agregada a corto plazo. Ello puede afectar la oferta agregada en el largo plazo, en la medida que inhiba la formación de capital y reduzca el capital de trabajo (Bernanke y Gertler, 2000: 9).

En consecuencia, los problemas de información asimétrica y riesgo moral, aunados al carácter pro-cíclico de los fondos internos de las empresas, van gestando inestabilidad financiera que termina por convertirse en crisis. La brusca

reducción del crédito en las recesiones económicas, justo cuando los flujos de retornos empiezan a ser inferiores a los esperados y, por ello, las empresas requieren con mayor urgencia del refinanciamiento, les resulta difícil acceder al crédito porque los bancos lo restringen. Las condiciones están dadas para que inicie la depresión económica y los procesos de deflación del precio de los activos financieros.

La segunda línea de investigación analiza la relación entre los patrones de financiamiento de las empresas y el control operativo de las mismas, así como los efectos del racionamiento del crédito. En estos trabajos se pone énfasis en los efectos desestabilizadores que generan los bancos como intermediarios financieros y la necesidad de establecer mecanismos de regulación y control sobre el otorgamiento de crédito, pues se sostiene que el riesgo moral y la selección adversa impiden que la oferta y demanda de crédito se igualen (Stiglitz y Weiss, 1981; Ordovery y Weisse, 1981). En estos trabajos se llega a la conclusión de que deben aplicarse medidas de control y supervisión sobre el mercado de crédito, para evitar que se otorgue excesivo crédito a prestatarios de alto riesgo y que los bancos recurran a un excesivo racionamiento del crédito. Concretamente, se recomienda establecer leyes contra la usura de los bancos, imponer límites superiores a las tasas de interés y obligar a los bancos a prestar a todos a cualquier tasa de interés.

Esta línea de análisis asume que los bancos son simples intermediarios financieros, esto es, que se especializan en tomar prestado de pequeños ahorradores individuales, para posteriormente prestar grandes volúmenes de recursos. Asimismo, se supone que a través de la función de intermediación, los bancos disminuyen los costos de financiamiento de los grandes proyectos de inversión. De ahí que, esta visión neokeynesiana recomiende que los bancos establezcan mecanismos de control y monitoreo sobre sus deudores, para asegurarse de otorgar el volumen adecuado y suficiente de crédito a las empresas, evitando así un apalancamiento excesivo. Además, se sostiene que los costos de financiamiento serán menores en relación a los rendimientos de los proyectos de inversión, a pesar de que los bancos cargarán a las empresas una prima por los costos de agencia. En otras palabras, los bancos privados no se comportan de forma especulativa y, por tanto, no incrementarán el crédito más allá de límites riesgosos, y cobrarán tasas de interés adecuadas a los rendimientos de los proyectos de inversión que financian. En consecuencia, no se generarán burbujas crediticias ni se suscitarán conflictos distributivos entre el banquero y el empresario.

Si atendemos a las causas que dieron origen a las crisis financieras de la década de los noventa y a la actual crisis (2007-2008) del sector hipotecario de los Estados Unidos, esta visión es insostenible, pues la inestabilidad financiera que

les antecedió fue generada precisamente por el carácter altamente especulativo de los intermediarios financieros y el crecimiento extraordinario del crédito que incluyó a prestatarios de dudosa solvencia económica.

Enfoque poskeynesiano sobre la relación tasa de interés y financiamiento de las empresas

El enfoque neokeynesiano marca un distanciamiento de los modelos de mercados financieros perfectos postulados por Modigliani y Miller (1958), al reconocer que los factores financieros afectan en el corto plazo las decisiones reales de inversión de las firmas; ello implica el rechazo del principio de la súper neutralidad del dinero. No obstante esta importante diferencia, sigue conservando algunos supuestos y argumentos que limitan su análisis sobre las crisis financieras, en general y, sobre la relación crédito, inversión y tasa de interés, en particular. Uno de éstos es la tesis del ahorro previo o ex-ante, desarrollado por el enfoque neoclásico, que sostiene que los bancos privados son simples intermediarios financieros que captan fondos, para posteriormente colocarlos entre los inversionistas. Esta tesis ha sido refutada por la evidencia empírica que muestra que los bancos históricamente han sido creadores de dinero (Chick, 1993; Wray, 1990), y que dicha capacidad se ha desarrollado con las innovaciones tecnológicas en el sector financiero (Guttman, 2003). El segundo supuesto es el referente al carácter cuantitativamente medible de la aversión al riesgo, que se reduce a un problema de acceso a la información que existe, pero que está disponible de forma desigual para los agentes económicos. Esta visión deja de lado el principio de la incertidumbre de Keynes, factor fundamental en las variaciones de la tasa de interés y formación de las expectativas de los inversionistas y, en consecuencia, en las decisiones de inversión. Recordemos que, para los neokeynesianos, la aversión al riesgo se deriva de la existencia de asimetrías en la información; y ambos, al conducir a la selección adversa de los proyectos de inversión, originan que los banqueros racionen el crédito.

Carácter endógeno del dinero y presencia de incertidumbre

Para el enfoque poskeynesiano el dinero es endógeno, en el sentido de que la práctica bancaria ha demostrado que a nivel agregado, el crédito precede a los depósitos; es decir, los bancos otorgan el crédito demandado por los inversionistas y, posteriormente se proveen de reservas (Deleplace y Nell, 1996). Ello

implica que el ahorro es ex-post a la inversión y, por tanto, que esta última, está determinada por el ingreso, más concretamente por el nivel de las ganancias. En tanto que el ahorro es la parte residual del ingreso, después de descontar el consumo, dada la propensión a consumir.

Los poskeynesianos desarrollaron dos teorías para explicar el mecanismo a través del cual los banqueros obtienen reservas.² La primera, desarrollada por Moore (1988) y denominada como el enfoque horizontalista de la endogeneidad del dinero afirma que el banco central, en su función de prestamista de última instancia, y dadas las presiones económicas y políticas para que cumpla dicha función, siempre satisface (se acomoda) a las necesidades de reservas de los bancos privados. De acuerdo con esta vertiente, el banco central fija la tasa de interés y los bancos comerciales pueden obtener todas las reservas que deseen a dicha tasa. Este enfoque presenta problemas para explicar el comportamiento procíclico de la tasa de interés, ya que sostiene que el dinero es completamente endógeno, es decir, independiente de las etapas del ciclo económico.

El segundo enfoque, encabezado por los trabajos de Minsky [(1957a, 1957b, 1975, 1982)] y Pollin (1991), conocido como la visión verticalista, sostiene que el banco central puede decidir no satisfacer la demanda de recursos de los bancos, debido a que tiene que cumplir su objetivo de estabilidad de precios; es decir, puede no asumir una posición acomodaticia. Si el banco central adopta esta postura, los bancos comerciales pueden optar por fondearse en el mercado de dinero y/o recurrir a las innovaciones financieras; sin embargo, ambos mecanismos elevarán la tasa de interés de mercado. En el primer caso, porque la tasa de interés interbancaria que se determina en el mercado monetario, depende en última instancia del grado de liquidez del sistema. En el segundo caso, porque las innovaciones financieras elevan los costos de intermediación, debido a que el desarrollo de innovaciones implica, por lo general transferencias de fondos de pasivos con altos requerimientos de reservas y bajo costo hacia pasivos de bajo requerimiento de reservas y alto costo (Sherman, 1991).

Dado que para el enfoque verticalista, un incremento de dinero en el sistema económico supone una demanda previa de crédito bancario si el banco central quisiera controlar la creación de dinero bancario y, por tanto, la expansión del crédito, tendría que elevar la tasa de interés. Ahora bien, la autoridad monetaria no puede realizar la operación contraria, es decir, expandir el crédito mediante

² Los desarrollos teóricos más recientes dejan ver que el debate entre las corrientes horizontalistas y verticalistas ha sido superado al interior de la escuela poskeynesiana. En opinión del propio Moore (2001: 4) dicha discusión fue una verdadera “tormenta en un vaso de agua”.

la reducción de la tasa de interés pues la entrada de dinero a la economía supone una demanda previa de crédito. Esta visión poskeynesiana resulta interesante porque es compatible con la tesis de la restricción del crédito y con el comportamiento procíclico de la tasa de interés.

Para el enfoque poskeynesiano, a diferencia del enfoque neokeynesiano, los agentes económicos toman sus decisiones en un ambiente de incertidumbre que hace imposible conocer todos los resultados posibles de las decisiones económicas en el tiempo. En otras palabras, no se pueden calcular funciones de distribución de probabilidad objetivas en el momento de tomar las decisiones de inversión y, por ende, los resultados del proceso de inversión pueden no coincidir con los esperados por los inversionistas ya que no existe una noción de equilibrio que garantice el cumplimiento de las expectativas empresariales. En un mundo incierto, la formación de expectativas motiva y guía el desempeño económico de los individuos, y éstas adquieren una dinámica propia porque están influidas por el ambiente institucional y el comportamiento pasado (Lavoie, 1992).

Decisiones de inversión y financiamiento bancario

De acuerdo con el enfoque poskeynesiano, el capitalismo es una economía monetaria de producción, en la que el dinero cumple la función clave de conectar la esfera monetaria con la economía real a través del financiamiento de la producción, por tanto, para que la decisión de inversión se lleve a cabo debe ser financiada. Desde un punto de vista individual, algunas empresas pueden financiar sus decisiones de inversión con fondos internos; en este caso, dichos fondos son importantes no sólo porque constituyen una fuente de financiamiento de las empresas, sino también porque contienen información sobre el comportamiento pasado de los negocios y la validación de las expectativas empresariales. A nivel agregado, el crecimiento económico requiere necesariamente de un gasto deficitario neto, el cual sólo puede ser financiado mediante la creación de dinero (Parguez y Seccareccia, 2000; Arenas, 1996).

En la *Teoría General*, Keynes asume que la inversión está determinada por la relación entre la eficacia marginal del capital y la tasa de interés. Si la primera excede a la segunda, las nuevas inversiones se realizarán, pero si la tasa de interés es mayor a la eficiencia marginal del capital no se llevan a cabo nuevas inversiones. A estos determinantes de la inversión, Minsky (1975) incorpora dos más, la valuación de las empresas en el mercado financiero y el precio de oferta de los bienes de capital. La primera se basa en la valuación de los activos de capital que posee la empresa, dicha valuación se ve influida indirectamente por la oferta

monetaria, debido a que las variaciones en ésta afectan el nivel de la tasa de interés. Si esta valoración excede al precio de oferta de los bienes de capital (precio que demanda el productor para seguir en el ramo), tendrá lugar una nueva inversión; en caso contrario, ello no sucederá (Mántey, 2000).

Dado que un proyecto de inversión se inicia con un adelanto de dinero que se recupera en el futuro con venta de la producción, los inversionistas requieren información previa sobre la valuación de la empresa y el precio de oferta de los bienes de capital para decidir cómo financiar su inversión. El financiamiento interno implica una menor liquidez para la empresa en el corto plazo, mientras que el financiamiento externo significa endeudamiento y, por ende, la adquisición de obligaciones futuras. Para las empresas, las obligaciones significan una serie de pagos en el tiempo, que deben ser cubiertos con las ganancias. En este sentido, el crédito bancario permite que el dinero conecte el presente con el futuro, pues el crédito es un anticipo o deuda previa al proceso productivo, y dicha deuda se salda o destruye con una parte de las ganancias.

Los flujos de dinero bancario que pueden o no provenir de los depositantes, van a las empresas en una fecha posterior, generalmente después de la venta de la producción, el dinero pasa de las empresas a los bancos, y de los bancos a disposición de los depositantes. El primer intercambio (de los bancos a las empresas) se realiza mediante el financiamiento a la inversión; los subsecuentes intercambios deben cumplir con las obligaciones establecidas en los contratos de deuda, lo que dependerá del nivel de las ganancias. Entonces, el financiamiento de nuevas inversiones dependerá de las ganancias y de las condiciones de los contratos, y la continuidad de este proceso estará determinada por el desarrollo institucional del sistema financiero (Minsky, 1992).

Esta relación económico-financiera es el resultado de una negociación entre banqueros y empresarios (Minsky, 1992). Por un lado, el empresario presenta su proyecto sustentado en expectativas optimistas, para convencer al banquero le demuestra que la relación costo-beneficio es positiva. Por su parte, el banquero asume una actitud escéptica porque sabe que las expectativas de ganancias del proyecto determinan el flujo de financiamiento a contratar y el precio de mercado de los contratos de financiamiento ya existentes. De la realización de los beneficios dependerá el cumplimiento o no de los compromisos establecidos en el contrato de financiamiento y, por ende, la capacidad de los bancos para financiar nuevas inversiones en el futuro. El otorgamiento del crédito y la decisión de inversión se concretan en el presente, porque empresarios y banqueros esperan que haya una nueva inversión en el futuro, es decir, esperan que el proyecto tenga éxito.

Desregulación financiera y financiarización de las ganancias de las empresas

Bajo sistemas financieros dejados a las libres fuerzas del mercado, y en un ambiente de constantes innovaciones financieras, el sobreendeudamiento de las empresas y la inestabilidad financiera no pueden explicarse únicamente por el comportamiento relajado y optimista de banqueros, como lo concibió Minsky (1992). En otras palabras, no es suficiente la presencia de euforia o expectativas excesivamente optimistas de banqueros y empresarios, que originan la expansión extraordinaria del crédito y la reducción peligrosa de los márgenes (*Cushions*) de seguridad (Kregel, 2008). Surgieron nuevos factores que al facilitar las prácticas especulativas, alimentaron el comportamiento rentista y la reducción de la aversión al riesgo de bancos y empresas. Entre los nuevos factores se encuentran los instrumentos derivados y la bursatilización de la cartera de activos y pasivos; dos innovaciones financieras importantes, tanto por sus efectos en el nivel de la liquidez como por el elevado riesgo que ella implican.

La desregulación y liberalización financiera a nivel mundial, y las innovaciones financieras hicieron posible la absoluta movilidad de los grandes capitales financieros, pues mientras las primeras eliminaron las barreras que representaban las fronteras nacionales entre países, la aplicación y desarrollos tecnológicos generaron nuevos productos y servicios que permitieron realizar operaciones financieras de alto valor en tiempo real, sin que mediara dinero de alto poder en los mercados financieros internacionales. Si bien, las innovaciones financieras han estado presentes a lo largo del desarrollo histórico del capitalismo, las aplicaciones tecnológicas de la última generación indujeron transformaciones radicales en la forma de operar de los sistemas financieros; por ejemplo, la capacidad de los bancos para crear dinero se elevó de manera extraordinaria con el uso de Internet, al elevar el valor, rapidez y volumen de operaciones sin que medie el dinero fiduciario o de curso legal. Además, las nuevas tecnologías facilitan la realización de operaciones riesgosas y especulativas que generan altos rendimientos en el corto plazo, como la bursatilización de la cartera de activos y las inversiones en productos derivados.

Hasta antes de la desregulación financiera, la mayoría de los préstamos originados por los bancos eran registrados en sus balances, supervisados y administrados por ellos hasta su liquidación o cancelación. En la actualidad, los bancos protegen su margen de seguridad mediante coberturas, garantías de seguros y garantías para los bancos de inversión que bursatilizan sus activos, constituidos principalmente por instrumentos financieros derivados; en otras palabras, los mismos fondos de inversión que protegen sus márgenes de seguridad son sometidos a riesgos para obtener ganancias. Por su parte, las empresas, en un contexto

de bajo crecimiento económico y alta competencia en los mercados de bienes a nivel internacional, han seguido el mismo comportamiento de los bancos, esto es, han elevado sus inversiones en activos financieros y productos derivados que generan altos rendimientos en el corto plazo. A nivel agregado, esta estrategia de las firmas ha dado como resultado la reducción de la inversión real, pero un incremento de las ganancias financieras en las ganancias totales de los bancos.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE LAS EMPRESAS Y FINANCIARIZACIÓN DE SUS GANANCIAS EN MÉXICO

Después de la crisis financiera de 1994-1995, el sistema financiero mexicano registra cambios importantes en su estructura y funcionamiento. Por el lado de su estructura, se dio un proceso de adquisición de los principales grupos financieros locales por parte de los grandes conglomerados financieros internacionales, y el surgimiento de nuevos intermediarios financieros no bancarios. En cuanto a su funcionamiento, el financiamiento a las actividades productivas registra una tendencia declinante; en tanto que la captación de recursos depende menos de los pasivos tradicionales, esto es, de los depósitos, y más del fondeo interbancario interno y externo. Por el otro, el mercado de valores se expande como respuesta a la mayor integración del sistema financiero mexicano a los mercados internacionales de capitales; aunque el mercado de capitales sigue siendo delgado o poco profundo. Asimismo, se elevó el número de instituciones financieras no bancarias, que siguiendo los esquemas de la banca comercial, concentraron su cartera de crédito en actividades altamente rentables, en perjuicio del financiamiento a las actividades productivas.

Reestructuración del sistema financiero y segmentación del sector bancario

Contrario a lo esperado, estos cambios ahondaron el desarrollo desigual entre los sectores bancario y bursátil, lo que a su vez amplió las asimetrías en los plazos de vencimiento de las deudas de las empresas. En el caso del sector bancario, se observaron dos tendencias. Por un lado, la canalización del crédito al sector privado privilegió el crédito a las familias para la adquisición de vivienda y consumo cuyas elasticidades son bajas respecto a las variaciones en la tasa de interés; en tanto que el financiamiento corporativo o empresarial se redujo.

Por el otro, las inversiones en valores se concentraron en productos sintéticos (derivados, swaps, etcétera). Ello, sumado al comportamiento semejante que siguieron los intermediarios no bancarios, contrajo el financiamiento a las actividades productivas. En cuanto al sector bursátil, su acelerada expansión no elevó su penetración y tampoco redujo la brecha entre los mercados de capitales y de dinero. En la baja profunda del mercado de capitales ha contribuido en cierta medida la política de esterilizada en el mercado cambiario con fines anti-inflacionarios, que viene aplicando el Banco de México desde 2001, cuando se adopta de forma completa el esquema de metas de inflación.

La actual estructura del sistema financiero mexicano, resultado de las políticas de desregulación y liberalización de la economía, presenta cinco características: *i*) Consolidación y extranjerización de los grupos financieros locales; *ii*) Mayor participación de los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías aseguradoras) como proveedores de recursos; *iii*) Eliminación de las fronteras entre las actividades bancarias y no bancarias; *iv*) Crecimiento asimétrico del sector bursátil; expansión del mercado de dinero y, más concretamente, los valores gubernamentales, coexistiendo con un mercado de capitales delgado y un mercado de derivados (MexDer) marginal si los comparamos con el volumen de operaciones de sus iguales a nivel mundial; y *v*) Incremento relativo del comercio de títulos, tanto a nivel local como internacional, inducido por las innovaciones tecnológicas y la mayor integración de México a los mercados de capitales internacionales.

Bajo esta nueva estructura financiera, la intermediación tradicional de la banca comercial, que bajo los mecanismos de regulación y control del crédito (encaje legal, cajones de crédito y techos a la tasa de interés activa) permitieron el financiamiento del proceso de industrialización, fue desplazada por operaciones financieras altamente rentables, como los servicios financieros (venta de seguros, administración de activos, etcétera) y compra-venta de títulos. Paralelamente, la presencia de otras instituciones financieras no bancarias, como las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple, fondos de pensiones, bancos de inversión y compañías aseguradoras, elevaron la competencia por pasivos y activos. En un contexto de alta liquidez, generada por la desregulación y liberalización del sistema financiero y las innovaciones tecnológicas, la ausencia de mecanismos de control prudencial, condujo a la reducción del financiamiento bancario a las empresas. En otras palabras, la expansión del crédito bancario no benefició a los proyectos productivos, a ello se sumó el incremento de las inversiones de los bancos en instrumentos sintéticos y las operaciones fuera de la hoja de balance, como la bursatilización de la cartera de crédito hipotecario

El dinamismo de la Bolsa Mexicana de Valores, inducida por la expansión de los inversionistas institucionales, la privatización de sectores económicos altamente rentables y el crecimiento de la deuda interna con fines de estabilización, abrió nuevas opciones de inversiones financieras. No obstante ello, a nivel macroeconómico el mercado de capitales sigue siendo mínimo e insuficiente como fuente de fondeo de los proyectos de inversión de largo plazo. El dinamismo relativo del sector bursátil ha sido inducido por las inversiones en instrumentos derivados, para cubrirse del riesgo y pérdidas derivadas de operaciones especulativas. Ante ello, las grandes empresas mexicanas han recurrido al financiamiento y fondeo en moneda extranjera, ya que el acceso a los mercados financieros internacionales se ha flexibilizado y las tasas de interés externas son menores a las internas.

En este contexto, la crisis económico-financiera de 1994-1995 es el resultado de la combinación de varios factores. Por un lado, con la reducción del financiamiento bancario a las actividades productivas, la oferta de recursos bancarios se hizo menos dependiente de los cambios en la preferencia por la liquidez de los bancos y más sensible a la preferencia de liquidez de los inversionistas financieros. Además, las ganancias y utilidades de los bancos dependieron menos de las ganancias de las empresas. Bajo esta nueva estructura bancaria, los cambios en las expectativas de los grandes inversionistas financieros provocaron variaciones abruptas en la composición de los portafolios y en el precio de los activos. Así que, en presencia de un alto endeudamiento de empresas y familias la devaluación del tipo de cambio en diciembre de 1994, con la consecuente elevación de la tasa de interés, provocó la contracción del gasto privado (consumo e inversión), dado un nivel de ingreso. A medida que la reducción en la demanda agregada contrajo las ventas, las ganancias esperadas de las empresas se redujeron; dificultando así el cumplimiento de sus compromisos de deuda. A ello le siguió la cancelación de las inversiones planeadas y la contracción de la actividad económica. Esta estructura y comportamiento del sistema financiero en general, y del sector bancario en particular, se ha profundizado. La inestabilidad financiera y el bajo crecimiento del producto y el empleo que se vienen registrando desde 1998, así como los efectos de la crisis del sector hipotecario de los Estados Unidos como lo comprueban.

Estructura de la deuda de las empresas y la financiarización de sus ganancias

En esta sección se analiza, mediante un modelo de panel, la relación entre la estructura de la deuda de las grandes empresas, según el valor de sus activos,

y la tasa de interés. Este estudio está guiado por tres hipótesis. La primera sostiene que la estructura de endeudamiento de las grandes empresas es una respuesta a las variaciones de la tasa de interés, como una estrategia para maximizar su ganancia y minimizar los costos financieros. En este sentido, podemos afirmar que un incremento en las tasas de interés afecta de manera indirecta las decisiones de inversión de las grandes empresas, dada su menor dependencia de los préstamos bancarios. Por tanto, si consideramos que el costo medio de los recursos ajenos está determinado por la estructura de la deuda, las grandes empresas mantienen un costo medio de deuda bajo a pesar de que su deuda total es alta y su plazo medio es superior. Entonces, es muy probable que el costo medio de los recursos ajenos sea más elevado para las pequeñas y medianas empresas, debido a que éstas dependen más del financiamiento bancario y, en consecuencia, la restricción crediticia provocada por un incremento en la tasa de interés, afecte más a estas empresas que a las grandes. La segunda afirma que, en presencia de mercados financieros imperfectos con asimetrías en la información, el incremento de la inversión para ajustar el stock de capital existente al deseado, dependerá de la capacidad de autofinanciamiento de las empresas, dado el costo del financiamiento externo. Es decir, los beneficios pasados de las empresas limitan el financiamiento de nuevos proyectos de inversión. La tercera hipótesis sostiene que ante la alta volatilidad de las tasas de interés y la variedad de opciones de inversión en activos financieros que devengan mayores rendimientos en el corto plazo, las empresas han incrementado sus inversiones en este tipo de instrumentos en detrimento de la inversión productiva. Ello se refleja en una relación inversa entre la inversión de las empresas y las ganancias financieras.

Metodología

Las series de datos utilizados en las regresión corresponden a la información financiera de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, la cual está contenida en las bases de datos de Sibolsa y Economática. El análisis sólo incluye a las empresas del ramo industrial y de servicios, se eliminaron las del sector financiero. Con base en este criterio, del total de 199 empresas de la base de Economática, la muestra se redujo a 171 empresas. Dado que los datos que existen abarcan el periodo 1988-2009, pero su continuidad varía dependiendo de la empresa, y considerando que el modelo necesita datos balanceados, se organizó la información en forma de panel realizando dos filtros. El primero, consistió en seleccionar a las empresas que tuvieran estados financieros completos

de 2000 a 2009; quedando 85 empresas de las 171. El segundo filtro tenía como propósito elevar el número de empresas de la muestra, para ello se seleccionó a las empresas cuya información estuviera completa; dando como resultado una reducción de periodo de 2000-2009 a 2005-2009, pero la muestra se elevó a 101 empresas.

Se decidió elaborar el modelo con 101 empresas para el periodo 2005-2009, porque se cuenta con los estados financieros completos y la muestra es mayor; condiciones suficientes si consideramos que el objetivo del trabajo es analizar el comportamiento de la estructura de la deuda de las empresas y su relación con las variables financieras, concretamente con la tasa de interés y el crédito, más allá de los cambios coyunturales que se pudiesen presentar en el tiempo. En otras palabras, el objetivo es analizar la estructura de la deuda de las empresas y la conducta empresarial ante las variaciones en la tasa de interés y la contracción del crédito bancario.

Interpretación de los resultados

Para analizar la estructura de endeudamiento de las empresas y sus fuentes de ganancia se construyeron cuatro ecuaciones, que se sometieron a distintas metodologías de datos de panel³ para comparar los coeficientes resultantes de los métodos utilizados. Mediante la prueba de Hausman, se determinó que el modelo de efectos fijos fue más robusto que el de efectos aleatorios (Jeffrey, 2002), lo que supone que los interceptos individuales no son aleatorios sino constantes y, por lo tanto, se debe estimar cada intercepto. En otras palabras, significa que el carácter individual de cada empresa importa (Jeffrey, 2002).

La primera ecuación se refiere la estructura de endeudamiento de corto y largo plazo en moneda local y extranjera, quedando expresada de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} Pasivototal = & \alpha_i + \beta_1 pasivomonedaextranjeracp \\ & + \beta_2 pasivomonedanacionalcp + \beta_3 pasivomonedaextranjeralp \\ & + \beta_4 pasivomonedanacionallp + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

³ Pooled, Pooled OLS regression with cluster-robust standard errors, between estimator with default standard errors, fixed effects estimator with cluster robust standard errors, random effects estimator with cluster robust standard errors.

```
. xtreg pasivototal pasivomonedaeextrcp pasivomonedanacioncp pasivomonedaeextrlp pasivomonedanacionlp, fe r
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	505
Group variable: iden	Number of groups =	101
R-sq: within = 0.9889	Obs per group: min =	5
between = 0.9936	avg =	5
overall = 0.9932	max =	5
	F(4,100) =	12906.11
corr(u_i, Xb) = 0.4511	Prob > F =	0

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

		Robust				
pasivototal	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
pasivomo~rcp	1.104	0.042	26.45	0	1.021	1.186
pasivomo~ncp	1.031	0.071	14.53	0	0.891	1.172
pasivomo~rlp	1.182	0.026	46.14	0	1.131	1.233
pasivomo~nlp	1.050	0.074	14.25	0	0.904	1.196
_cons	1.47E+9	2.68E+8	5.51	0	9.43e+8	2.01e+9
sigma_u	3.97e+9					
sigma_e	1.38e+9					
rho	0.892					

Como se observa, todos los coeficientes son significativos tanto a nivel individual como conjuntamente,⁴ siendo el coeficiente del pasivo de corto plazo en moneda extranjera mayor al de moneda nacional. El coeficiente del pasivo en moneda extranjera de largo plazo también es mayor que el de moneda nacional a largo plazo. Ello significa que el endeudamiento externo es una de las principales fuentes de financiamiento de las empresas.

⁴ Prueba t y F respectivamente. sigma_u representa la desviación estándar del efecto individual y sigma_e el del error idiosincrático, siendo este último inferior al de sigma_u lo cual indica que es más importante el efecto individual que el error idiosincrático, y rho explica la correlación intra-clase existente que en este caso es relativamente alta (89%).

La segunda ecuación hace referencia a la estructura de endeudamiento de corto plazo, y su estructura es la siguiente:

$$Pasivocorriente = \alpha + \beta_1 deudasfinancierascp + \beta_2 provedorescp + \varepsilon_i$$

```
. xtreg pasivocorriente provedorescp deudasfinancierascp, fe r
```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	505
Group variable: iden	Number of groups	=	101
R-sq: within = 0.7675	Obs per group: min	=	5
between = 0.8280	avg	=	5
overall = 0.8181	max	=	5
	F(4,100)	=	1112.31
corr(u_i, Xb) = 0.3750	Prob > F	=	0

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

		Robust			[95% Conf. Interval]	
pasivocorr~e	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	[95% Conf. Interval]
provedorescp	1.231	0.042	29.43	0.000	1.148	1.314
deudasfin~cp	1.190	0.073	16.40	0.000	1.046	1.334
_cons	2.90e+9	1.10E+8	26.35	0.000	2.68e+9	3.12e+9
sigma_u	8.09e+9					
sigma_e	3.14e+9					
rho	0.869	(fraction of variance due to u_i)				

Los resultados indican que, tanto a nivel individual como conjuntamente los coeficientes son significativos, siendo el coeficiente de proveedores de mayor significancia que las deudas financieras de corto plazo. Ello corrobora que el mayor peso del financiamiento de proveedores en la estructura de la deuda de las empresas, se debe a su bajo costo financiero.

La tercera ecuación analizada modela la estructura de endeudamiento total, cuya estructura es la siguiente:

$$Pasivocorriente = \alpha + \beta_1 provedorescp + \beta_2 deudasfinancierascp + \beta_2 deudasfinancierasl + \varepsilon_i$$

xreg pasivototal provedorescp deudasfinancierascp deudasfinancierasl, fe r

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	505
Group variable: iden	Number of groups =	101
R-sq: within = 0.9278	Obs per group: min =	5
between = 0.9404	avg =	5
overall = 0.9368	max =	5
	F(4,100) =	1889.25
corr(u_i, Xb) = 0.3750	0.557	Prob > F = 0.000

(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)

	Robust					
pasivototal	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
provedorescp	2.261	0.094	23.98	0.000	2.074	2.448
deudasfin~cp	1.212	0.147	8.24	0.000	0.920	1.504
deudasfin~lp	1.51E+0	9.26E-2	16.28	0.000	1.32E+0	1.69E+0
_cons	4.44E+9	2.39E+8	18.6	0	3.97E+9	4.91E+9
sigma_u	1.32E+10					
sigma_e	3.51E+9					
rho	0.934 (fraction of variance due to u_i)					

Los resultados muestran que todos los coeficientes son significativos. No obstante, el coeficiente de crédito de proveedores es mayor que el del financiamiento financiero de corto y largo plazos, aunque el de corto plazo es el menor de todos. Ello permite suponer que el menor peso del crédito bancario de corto plazo en la estructura de la deuda de las empresas, se debe tanto a la contracción de la oferta de crédito bancario como a la menor demanda de éste por parte de las empresas dada las altas tasas de interés.

La cuarta ecuación se refiere a la estructura de los ingresos, siendo su estructura la siguiente:

Utilidad consolidada

$$= \alpha + \beta_1 \text{ingresosfinancieros} + \beta_2 \text{ingresosoperacionales} + \varepsilon_t$$

. xtreg utilidadconsolidada ingresosfinancieros ingresosoperacionales, fe r

Fixed-effects (within) regression	Number of obs =	505
Group variable: iden	Number of groups =	101
R-sq: within = 0.3671	Obs per group: min =	5
between = 0.8165	avg =	5
overall = 0.7544	max =	5
	F(4,100) =	107.18
corr(u_i, Xb) = 0.3750	Prob > F =	0.000
	(Std.Err.adjusted for 101 clusters in iden)	

utilidadco~a	Coef.	Robust		P>t	[95% Conf. Interval]	
		Std. Err.	t			
ingresosfi~s	1.057	0.125	8.47	0.000	0.810	1.305
ingresosop~s	0.110	0.023	4.80	0.000	0.064	0.155
_cons	-3.16E+8	4.89E+8	-0.65	0.520	-1.29E+9	6.54E+8
sigma_u	2.81E+9					
sigma_e	2.25E+9					
rho	0.610	(fraction of variance due to u_i)				

Los resultados de esta regresión arrojan coeficientes estadísticamente significativos, pero el coeficiente de los ingresos financieros es mayor que el de los ingresos operacionales. En consecuencia, ante la reducción de las ganancias de operación que genera el bajo crecimiento económico, las empresas han optado por las inversiones en activos financieros como una estrategia para compensar aquella reducción. Podemos decir que las grandes empresas han adoptado dos estrategias para cubrir su nivel de ganancias; por un lado, maximizan sus ganancias operacionales a través de la minimización de los costos de producción, en particular a partir de la reducción de los salarios y/o despido de trabajadores, y por el otro, maximizar sus ganancias por la vía de las inversiones financieras. Estrategia que permite no sólo mantener, sino también eleva sus ganancias totales, pero al mismo tiempo contribuyen a generar inestabilidad financiera y lento crecimiento económico y alto desempleo.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

La desregulación y liberalización financiera propició la expansión crediticia que privilegió a sectores rentables (crédito al consumo e hipotecario) y operaciones especulativas (instrumentos sintéticos y bursatilización de activos), en detrimento del financiamiento a las actividades productivas. Por su parte, los flujos de capitales externos de corto plazo no han contribuido a desarrollar un mercado de capitales funcional a las necesidades de financiamiento de las empresas mexicanas. En México el mercado accionario está muy lejos de ser una fuente de financiamiento y fondeo de la inversión.

El hecho de que en México la principal fuente de financiamiento de las grandes empresas sean los proveedores, demuestra que los bancos han reducido la oferta de crédito para las actividades productivas. Las elevadas tasas de interés activas han funcionado como una restricción a la demanda de crédito bancario, en la medida que inhibe la demanda de préstamos de las empresas en general, y de las pequeñas y medianas en particular. No obstante esta limitante, las grandes empresas han recurrido al financiamiento bancario externo, aprovechando las bajas tasas de interés externas y la relativa facilidad para acceder a los mercados financieros internacionales, ya sea para financiar sus proyectos de inversión o para realizar inversiones en instrumentos financieros.

Al respecto, los resultados del modelo econométrico muestran que el endeudamiento en moneda extranjera se ha incrementado y que la proporción de las ganancias provenientes de las inversiones en activos financieros se ha elevado en las ganancias totales. Sin embargo, este último encierra un riesgo cambiario potencial que se hará efectivo en el momento en que se ajuste el tipo de cambio real. Por otro lado, dada la menor dependencia del crédito bancario y, el incremento de sus ganancias totales, es altamente probable que las grandes empresas registren un alto endeudamiento a un plazo medio superior y; sin embargo, mantengan un costo medio de su deuda bajo, debido a que en su estructura de deuda predomina el financiamiento de proveedores y el endeudamiento en moneda extranjera.

En un contexto de bajo crecimiento económico y elevadas tasas de interés, la estabilidad monetaria y cambiaria ha propiciado y alentado el incremento de las inversiones financieras por parte de las grandes empresas. Profundizando con ello, la caída de la inversión productiva y la financiarización de las ganancias de las grandes empresas. En este sentido, podemos afirmar que la tasa de interés afecta de forma indirecta las decisiones de inversión de las empresas, porque influye en la estructura de su deuda, y dicha estructura muestra que las grandes empresas han seguido el mismo comportamiento especulativo y rentista de los bancos.

BIBLIOGRAFÍA

- Allen, F. y D. Gale, "Financial Crisis", en *Working Paper Series*, Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania, Vol 1, num. 37, 2001.
- Arenas, R. "Investment Decisions in Circuit and Post Keynesian Approaches", en Deleplace, G. y E. J. Nell, *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation and Approaches*, London, Mac Millan, 1996.
- Arestis, P. G. Goodwin y M. Sawyer, "¿Funciona en la práctica la consolidación fiscal", en G. Mántey y Noemí Levy (Coords.), *Políticas macroeconómicas para países en desarrollo*, Miguel Ángel Porrúa-FES Acatlán-UNAM, México, 2007, pp. 267-300.
- Bernanke, B., "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, num. 1, 1983, pp. 85-106.
- Bernanke, B. y M. Gertler, "Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations", en *American Economic Review*, Vol. 79, 1989, pp. 14-31.
- _____, "Financial Fragility and Economic Performance", en *Quarterly Journal of Economic*, vol. 105, 1990, pp. 87-114.
- _____, "Money Policy and Asset Price Volatility", en *Working Paper*, NBER, febrero de 2000, pp. 17-50.
- Bernanke, B. y I. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, num. 2, 199, pp. 97-116.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en *Working Paper 6455, Economic Research Reports*, Starr Center for Applied Economics, New York University, Faculty of Arts and Science Department of Economics, 1998, pp. 1-70.
- Calomiris, C. y G. Hubbard, "Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing", en *Economic Journal*, num. 100, 1990, pp. 90-114.
- Chick, V., "Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", en Stephen F. Frowen, *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, New York, St. Martin, 1993.
- Chowdhury, G. y D. Miles, "Modelling Companies Debt and Dividend Decisions With Company Accounts Data", en *The Bank of England*, 1987.
- Deleplace, G. y E.J. Nell, "Introduction: "Monetary Circulation and Effective Demand", en G. Deleplace y E. J. Nell (eds.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation and Approaches*, London, Macmillan, 1996, pp. 3-41
- Dhrymes, P. y M. Kurz, "Investment, Dividends and External Finance Behaviour of Firms", en R. Feber (ed.), *Determinants of Investment Behaviour*, New York, Columbia University Press, 1967.

- Fama, E., "The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", en *American Economic Review*, num. 64, 1974, pp. 304-318.
- Fazzari, S y M. Athey, "Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment", en *Review of Economic and Statistics*, num. 69, 1987, pp. 481-487.
- Fazzari, S., G. Hubbard y B. Petersen, "Financing Constraints and Corporate Investment", en *Brookings Papers in Economic Activity*, num. 1, 1988, pp. 141-195.
- Fazzari, S. y B. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence of Financial Constraints", en *Rand Journal of Economics*, num. 24, 1993, pp. 328-342.
- Greenwald, B., J. Stiglitz, y A. Weiss, "Informational Imperfections in the Capital Markets and Macroeconomics Fluctuations", en *American Economic Review*, vol. 72, num. 2, 1984, pp. 194-199.
- _____, "Macroeconomic Model With Equity and Credit Rationing", en Glenn Hubbard (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, 1990, pp. 15-42.
- _____, "Asymmetric Information and the New Theory of the Firm: Financial Constraints Risk Behaviour", en *American Economic Review*, Vol. 80, num. 2, 1990, pp. 160-165.
- _____, "Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations", en Kahn, M. y S. C. Tsiang (eds.), *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*, Oxford University Press, Clarendon Oxford, 1998.
- Guttman, R., *Cybercash, The Coming Era of Electronic Money*, New York Palgrave, MacMillan, 2003.
- Hubbard, G., "Introduction: Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment", en Glenn Hubbard (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, The University of Chicago Press, 1990, pp. 1-14.
- Hubbard, G. R., A. K. Kashyap, y T. M. Whited, "Internal Finance and Firm Investment", en *Journal of Money, Credit and Banking*, agosto de 1995, pp. 683-701.
- Jeffrey, M., *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, 2002.
- Lavoie, M., *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot, Edward Elgar, 1992.
- Kregel, J., "Minsky's Cushions of Safety. Systemic Risk and the Crisis in the us Subprime Mortgage Market", en *Work Paper* num. 93, Levy Economics Institute of Bard College, 2008.
- Mántey, G., "Hyman Minsky en el pensamiento económico del siglo X", en *Comercio Exterior*, vol. 50, núm. 12, 2000.

- Modigliani, T. y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", en *American Economic Review*, Vol. 48, num. 3, junio de 1958, pp. 261-297.
- Mato, Gonzalo "Inversión, costo del capital y estructura financiera: Un estudio empírico", en *Revista Moneda y Crédito*, núm. 188, Universidad Complutense de Madrid y Fundación Empresa Pública, 1989.
- Minsky, Hyman, "Monetary Systems and Accelerator Models", en *American Economic Review*, vol. 47, num. 6, 1957a, pp. 859-883.
- _____, "Central Banking and Money Market Changes", en *Quarterly Journal of Economics*, vol. 71, num. 2, 1957b, pp. 171-187.
- _____, *John Maynard Keynes*, Columbia, Columbia University Press, 1975.
- _____, *Can "it" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk , New York, M. E. Sharpe, 1982.
- _____, "The Financial Instability Hypothesis", en Arestis, P. y M. Sawyer (ed.), *Handbook of Radical Political Economy*, New York, Edward Elgar, 1992.
- Moore, B. J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Cambridge, Cambridge University Press, 1988.
- _____, "Some Reflexions on Endogenous Money", en L. P. Rochon y M. Vernengo (eds.), *Credit, Interest Rates and the Open Economy*, Cheltenham, Edward, Elgar, 2001, pp. 11-30.
- Ordober, J. A. y A. Weiss, "Information and the Law: Evaluating Legal Restrictions on Competitive Contracts", en *American Economic Review Papers and Proceedings*, mayo de 1981, pp. 399-404.
- Pollin, R., "Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence", en *Journal of Post Keynesian Economics*, Spring, Vol 13, num. 3, 1991, pp. 366-395.
- Parguez, A. y M. Seccareccia, "The Credit Theory of Money: The Monetary Circuit Approach", en J. Smithin (ed.) *What in Money?*, London, Routledge, 2000, pp. 101-123.
- Sherman, H., *The Business Cycle: Growth and Crisis Under Capitalism*, Princeton, Princeton University Press, 1991.
- Stiglitz, J. y A. Weiss, "Credit Rationing Markets With Imperfect Information", en *American Economy Review*, num. 71, 1981, pp. 393-410.
- _____, "Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macroeconomics", en *Oxford Economic Papers*, vol. 44, 1992, pp. 694-724.
- Wray, L. R., *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money Approach*, Cheltenham, Edward Elgar, 1990.

SEMBLANZAS

ALMA CHAPOY es licenciada en economía por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Cuenta con un Diplomado en Integración Europea (El Colegio de México). Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas (UNAM). Autora de seis libros individuales y coautora de tres, siendo el más reciente: Sistema Financiero, Desequilibrios Globales y Regulación. Ha publicado también, en México y en el extranjero, capítulos en libros colectivos, así como artículos en revistas especializadas. La mayoría de sus trabajos versan sobre el sistema monetario y financiero internacional. En marzo de 2007 se hizo acreedora al Reconocimiento Sor Juana Inés de la Cruz, que se concede a universitarias que contribuyen de manera sobresaliente al cumplimiento de los altos fines de la UNAM.

PATRICIA RODRÍGUEZ es maestra en Ciencias Económicas por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) y completó sus estudios de Doctorado en investigación económica por la Universidad Complutense de Madrid, España. Desde hace varios años es académica del Instituto de Investigaciones Económicas (IIEC) de la UNAM. Es profesora en la Facultad de Economía de la UNAM, coordinadora del Seminario de Economía Fiscal y Financiera del IIEC y fue coordinadora del Campo del Conocimiento de Economía Financiera del Posgrado de la FE-UNAM. Sus participaciones en libros y sus artículos versan sobre macroeconomía, política monetaria, economía de género, mercado laboral e inflación.

JOSEFINA LEÓN es economista por la Universidad de Guadalajara, con Maestría en Políticas Públicas del Instituto Tecnológico Autónomo de México y Doctorado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma Metropolitana. Perteneció al Sistema Nacional de Investigadores. Autora de capítulos en libros y de artículos en revistas especializadas. Actualmente es Profesora Investigadora Titular C de Tiempo Completo en la Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco.

VIOLETA RODRÍGUEZ prepara actualmente su tesis de Doctorado en Economía (UNAM) y es maestra en Ciencias Económicas por la ex-UACPY de la UNAM y licenciada en Economía por la misma Universidad. Ha colaborado en diferentes instituciones encargadas de la programación, ejecución, evaluación y control del gasto público como la Contaduría Mayor de Hacienda de la Asamblea Legislativa del Distrito Federal, la Subsecretaría de Egresos, la Secretaría de Finanzas y la Secretaría de Salud de la misma entidad federativa, espacios en los que ha desarrollado trabajos de investigación utilizados para la toma de decisiones de política pública. Actualmente es la responsable del Proyecto de Investigación “Déficit público e intercambio comercial y financiero de México en el exterior. Dinámica de flujos-acervos” en la Unidad de Estudios Hacendarios y del Sector Público del IIEC-UNAM.

NORA AMPUDIA es licenciada en Economía por la UAM-Xochimilco, maestra en Docencia Económica por la UNAM y realizó estudios de Doctorado en Ciencias Económicas en la UAM-Iztapalapa. Es autora del libro *Macroeconomía y sistema financiero mexicano* y participó en los libros *La Universidad en la encrucijada* y *Hacia una política monetaria y financiera para el cambio estructural y el crecimiento*; asimismo ha escrito varios artículos sobre economía en revistas especializadas.

ROBERTO SOTO es doctor en Economía por la Universidad Nacional Autónoma de México. Es profesor-investigador de la Unidad Académica en Estudios del Desarrollo de la Universidad Autónoma de Zacatecas (UAZ); imparte clases a nivel Licenciatura y Maestría en Economía y en el posgrado de Contaduría y Administración. Dio clases a nivel licenciatura de Econometría, Teoría Monetaria, Finanzas Internacionales, Sistema Monetario y Financiero, en la Universidad Nacional Autónoma de México. Realizó una estancia posdoctoral con apoyo de la DGAPA-UNAM en el Centro de Estudios de Administración de la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales de la UNAM; ha participado en diversos congresos nacionales e internacionales y es miembro del consejo editorial de la revista electrónica, olafinanciera.unam.mx. Ha publicado artículos en revistas especializadas y participa en libros colectivos tanto nacionales como internacionales. Sus trabajos se refieren al sistema financiero nacional y mundial, crisis financieras y finanzas públicas.

DIANA VICHER actualmente realiza una estancia posdoctoral en la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México. Doctora en Ciencias Políticas y Sociales, con orientación en Administración Pública, por la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales de la UNAM. maestra en Gobierno y Asuntos Públicos y licenciada en Ciencias Políticas y Administración Pública por la misma Facultad. Desde 2003 es profesora de asignatura en la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales de la Universidad Nacional Autónoma de México. Sus líneas de investigación son: administración pública, cambio y reforma en la administración pública, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico y nueva gerencia pública.

ELIZABETH CONCHA es licenciada en Economía y realizó una Maestría en Ingeniería de Sistemas en la Universidad Nacional Autónoma de México. Es docente en las licenciaturas de Economía y Administración. Ha participado en diversos proyectos de investigación en el Instituto de Investigaciones Económicas y en la Facultad de Economía de la UNAM. Sus trabajos se refieren a las perspectivas económicas y financieras nacionales e internacionales. Actualmente es académica en la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Ixtapalapa.

TERESA LÓPEZ obtuvo la licenciatura en Economía y la Maestría en Docencia Económica en la UNAM, recibió Mención Honorífica en ambos casos; su doctorado en Economía lo cursó en el Instituto Politécnico Nacional. Perteneció al Sistema Nacional de Investigadores. Por su alto desempeño académico, en 2001 se hizo merecedora de la Cátedra Especial Daniel Cosío Villegas, otorgada por la ENEP-Acatlán. Es autora del libro *Fragilidad financiera y crecimiento económico en México*. Además ha publicado varios artículos y capítulos en libros, siempre sobre temas financieros y monetarios. Actualmente es Profesora Titular de Tiempo Completo en el posgrado y en la licenciatura de Economía en la Facultad de Estudios Superiores Acatlán- UNAM.

JORGE BUSTAMANTE es maestro en Economía por la Universidad Nacional Autónoma de México; licenciado en Economía por la Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco y licenciado en Derecho por la FES-Acatlán (UNAM). Desde 2009 es profesor del Posgrado de Economía de la UNAM, FES-Acatlán. Es coautor del libro *Introducción al derecho económico* (2007), editado por Miguel Ángel Porrúa, y ha publicado varios artículos en revistas especializadas. Recibió Mención Honorífica en la Maestría en Economía (2009) y obtuvo el primer lugar en el Premio a la Investigación Universidad Autónoma Metropolitana-Azcapotzalco (2004).