

# EL CRECIMIENTO ECONÓMICO EN UNA ENCRUCIJADA: EXCESO DE LIQUIDEZ Y ESCASO FINANCIAMIENTO

NOEMI LEVY ORLIK\*

## INTRODUCCIÓN

La apertura económica que internacionalizó la economía mexicana —especialmente a partir de la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)— impulsó la inversión extranjera directa (IED) en el conjunto de la economía, que se reafirmó con las reformas estructurales de 2013.<sup>1</sup> Se esperaba que la IED desencadenaría un gran impulso a la formación bruta de capital fijo que, aunada a la tecnología extranjera que traerían las grandes corporaciones extranjeras, desencadenaría un círculo virtuoso acumulativo, cuyos resultados debería haberse plasmado en aceleradas tasas de crecimiento económico y en reducción de la brecha entre México y los países industriales, lo cual aunado a la inversión extranjera de cartera debía generar las bases del crecimiento económico acelerado.

Una revisión del desarrollo económico a la luz de la apertura financiera, productiva y comercial muestra que los objetivos prometidos al fervor de las grandes reformas estructurales, no lograron los resultados antes señalados. Por un lado encontramos que la actividad económica fue reducida (sin acercarse a las tasas de crecimiento del periodo de industrialización por sustitución de importaciones); y además fue inestable (tuvo lugar la crisis financiera en 1994 y la profunda recesión económica, 2008-2009).

En este trabajo analizamos estos eventos desde la perspectiva de la acumulación y la liquidez del mercado financiero. Observamos que la economía mexicana a partir de la desregulación y la globalización ha estado enfrentada

\* Facultad de Economía de la UNAM. Este trabajo se realizó con el apoyo del Proyecto PAPIIT IN 305217.

<sup>1</sup> Las reformas estructurales de 2013 levantaron las restricciones de la inversión extranjera directa en el sector eléctrico y de petróleo.

a una gran paradoja: se benefició de un aumento casi ilimitado en la liquidez, especialmente internacional, el cual, empero, no estuvo aparejado mayor acumulación; y aunque tuvo lugar una profundización financiera, ésta no incrementó drásticamente el financiamiento a la actividad productiva, generándose una relativa autonomía del capital financiero con relación al sector productivo.

Para sustentar los planteamientos anteriores discutimos la teoría del financiamiento de la inversión, con particular énfasis en las relaciones de la producción dominadas por el capital financiero; se analiza la evolución de la economía mexicana para reafirmar que México está atrapado en una gran encrucijada, en tanto por un lado dispone de gran liquidez en moneda externa y, por otro su mercado financiero no está plenamente desarrollado. Ello provoca que un alto volumen de las rentas que son propiedad del sector no financiero se repartan en dividendos, en un contexto de reducida inversión y alta emisión de acciones y títulos, impidiendo un crecimiento robusto y sostenido de la economía.

A fin de abordar estos planteamientos, este capítulo se divide en cuatro apartados. Después de esta introducción, se analiza la relación financiamiento e inversión, argumentándose que la banca comercial tiene como función principal otorgar créditos a las empresas productivas los cuales deben anularse; y el mercado de capital puede convertir las deudas de corto en largo plazo o financiar la venta de bienes de capital fijo finales, lo cual, sin embargo, está sujeto a una gran inestabilidad. En el tercer apartado se analiza el comportamiento de la economía mexicana, el sector no financiero y el endeudamiento del sector privado no financiero. Finalmente, en el último apartado se discuten políticas monetarias relevantes para reemprender el crecimiento.

## FINANCIAMIENTO E INVERSIÓN

La teoría económica está inmersa en una gran discusión sobre las fuentes de financiamiento del sector productivo generándose fuertes disensos sobre la intermediación financiera y la creación del dinero.

La teoría neoclásica sustenta sus planteamientos en la intermediación financiera, la cual se realiza en el mercado de capitales, donde la emisión de títulos capta los ahorros de los agentes superavitarios a cambio de compartir las ganancias que se genera en el sector productivo (véase Fabozzi *et al.*, 1996, p. 5). Por consiguiente, el mercado de capitales tiene la función de convertir el ahorro en financiamiento que se distribuye entre los agentes deficitarios, los cuales comparten las ganancias generadas por la inversión.

La noción subyacente, en este planteamiento es que el ahorro determina a la inversión, no hay fallas de mercado y hay pleno empleo de los factores productivos, siempre y cuando exista una estructura de mercado que garantice el pleno movimiento de los factores productivos. Ello supone la existencia de una tasa de interés “correcta” (véase Walras, 1954 [1926] lección 23, citado en Graziani, 2003, p. 38). Desde esta perspectiva, los precios son correctos y la especulación permite que los precios de mercado sean iguales a los precios “correctos”, lo cual elimina las ganancias financieras (positivas y negativas).

Siguiendo el planteamiento de la Hipótesis de Mercados Eficientes (HME) (Fama, 1970, 1991), la distribución de las ganancias está en función de la aportación de los diversos factores al proceso productivo. Se resalta que la HME tiene varias versiones que garantiza que las variaciones de precios de mercado sean “correctas”, y las desviaciones de los precios de mercado con respecto al precio “correcto” sean temporales. Si las predicciones sobre los precios y los rendimientos correctos son incorrectas, se debe a fallas del mercado y no al funcionamiento del modelo.

A partir de este planteamiento, se supone que los mercados de capitales son amplios y robustos, avalados por una gran variedad de instituciones financieras no bancarias que tienen como función generar la intermediación financiera y garantizar una gran diversidad de instrumentos financieros, sin que ningún emisor o demandante controle los precios.

Desde esta perspectiva, la banca comercial también asume la función de intermediación financiera (Graziani, 2003, p. 43), aunque se reconoce que tiene la peculiaridad de emitir dinero vía la creación de pasivos contra sí mismas (Fabozzi, 1996, p. 21). Los supuestos de este planteamiento es que los créditos están limitados por los depósitos que podrían estar restringidos por la masa monetaria, planteamiento que se vuelve obsoleto a partir de la internacionalización del mercado financiero, regido por un gran movimiento de capitales, que elimina la oferta y demanda de dinero de los modelo económico.<sup>2</sup> Alternativamente, se postula que la multiplicación de los créditos está limitada por el acceso de los bancos al mercado financiero, vía emisión de títulos, para igualar las asimetrías entre los depósitos (corto plazo) y los créditos (largo plazo). Así, el fortalecimiento de la banca depende del acceso de su acceso al mercado de deudas o de capitales para fondearse (véase Patinkin, 1972, p. 46; Gurley y Shaw, 1960, pp. 123-126).

De manera alternativa, la teoría heterodoxa postula que la banca comercial es la institución financiera fundamental que garantiza el tránsito hacia

<sup>2</sup> En el nuevo modelo clásico, la curva LM es reemplazada por la curva de la tasa de interés, que es determinada por la banca central, a partir de una función de reacción (Blanchard, 2000).

un estado de desarrollo más avanzado (Keynes, 1937b), en tanto tienen la capacidad de crear dinero (créditos) vía emisión de pasivos contra sí mismo (Keynes, 1930) que se crean *ex-nihilo*, o sea, no requieren recursos reales para su producción. Las deudas son resultado de un asiento contable (1937a, p. 209): porque el dinero no es una mercancía, sino un símbolo de valor (Keynes, 1930). Esta condición modifica la causalidad de las actividades bancarias, en tanto inicia con la demanda de créditos, los cuales son acomodados por las banca si los agentes son solventes. La demanda de créditos solventes es otorgada vía la creación de depósitos, las empresas disponen de liquidez que se destinada al financiamiento de la actividad productiva (capital circulante), incrementa el ingreso de los factores productivos que se canalizan a la compra de bienes y servicios (demanda efectiva). Ello permite regresar la liquidez a las empresas y anular sus deudas contraídas por estas entidades con la banca, al inicio de la producción (Rochon, 1999). El punto nodal de este planteamiento es que el adelanto de la liquidez permite ampliar la producción y el ingreso que regresa a las empresas, y se anulan las deudas.

El mercado de capitales es una institución que se fortalece en una fase más tardía del capitalismo, con el fortalecimiento de las sociedades anónimas que da paso al capitalismo oligopólico. Estas corporaciones captan liquidez en el mercado de capitales, lo cual permite inyectar liquidez a sus hojas de balances, o bien volver líquidos los activos no líquidos. En este mercado, las corporaciones tienen acceso a financiamiento de largo plazo y, a la vez, también puede desplegarse una redistribución de las ganancias, lo cual genera altos grados de inestabilidad financiera. La teoría heterodoxa tiene varias interpretaciones en torno a la forma en que opera este mercado y cómo afecta a la producción, que se resumen con la teoría de la preferencia de liquidez de Keynes (1936, capítulo 12), la hipótesis de la inestabilidad financiera de Minsky (1975, 1986) y la teoría de la inflación financiera (Toporowski, 2000).

Keynes (1936) señala que el mercado de capitales es inherentemente inestable porque las tasas de interés son determinadas por previsiones de los agentes. Si éstas son positivas, cae la preferencia por la liquidez y aumenta la demanda de títulos, incrementa la disponibilidad de liquidez de las corporaciones, se saldan las deudas de corto plazo (anulan créditos bancarios) y se propicia un crecimiento estable. Sin embargo, si las perspectivas son negativas (se pronostica aumentos en las tasas de interés de largo plazo), se espera que el precio de los títulos financieros tenga un movimiento descendente, aumenta el atesoramiento, las corporaciones no pueden anular sus deudas de corto plazo; y la banca no puede continuar prestando dinero, lo cual frena la actividad económica, el ingreso y el ahorro.

A partir de estos planteamiento, Keynes (1936, p. 147) concluyó que el desarrollo del mercado de valores es altamente inestable, lo cual se agrava con la presencia de los “inversionistas profesionales”, cuya función es prever cambios en las bases convencionales de valuación de los precios con un poco más de anticipación que el público en general, lo cual provoca que la mayor parte de las inversiones de los expertos —hoy día— es “ganar la delantera”... ser más listos que el vulgo y encajar la moneda falsa (o que se esté depreciando) a otra persona. O sea, las previsiones son independientes de los fundamentos macroeconómicos, por consiguiente, los precios de los títulos financieros son altamente inestables.

Entonces, en el mercado de capitales, los precios son inherentemente incorrectos, altamente volátiles, a partir de lo cual se postula que no es espacio funcional del crecimiento económico y, además favorece la distribución de ganancias hacia los dueños de capital (rentistas); por tanto, debe limitarse su operación.

Una visión alternativa sobre el financiamiento de la inversión es postulada por Minsky (1986) bajo el supuesto que la banca tiene la virtud de crear dinero independientemente de los ahorros, vía la emisión de pasivos contra sí mismos (depósitos) que no requieren recursos reales previos. La liquidez de los bancos y de las empresas no financieras emana del mercado de capitales, la cual opera cíclicamente. En la fase expansiva, el precio de los títulos es alto: aumenta el endeudamiento de las empresas provisto por la banca, crece la inversión y la producción, con la peculiaridad de que las deudas aumentan más rápido que el ingreso de las corporaciones, que eleva el apalancamiento de las corporaciones. Ello generó dudas sobre la solvencia de los agentes, se contraen los créditos bancarios y el banco central aumenta la tasa de interés, se reduce la tasa de crecimiento de la inversión y la producción, dando lugar a un declive económico, que puede desencadenar un crac financiero si se despliega una deflación en el mercado financiero. El punto nodal de este planteamiento es que produce aumentos acelerados de la tasa de apalancamiento, que aceleran el crecimiento y el ingreso, el cual sin embargo, es menor que las deudas, seguidos por declive económicos y bancarrotas. Este planteamiento se resume en la “hipótesis de inestabilidad financiera” (Minsky, 1986).

De acuerdo con Minsky (1964), este proceso puede ir acompañado por innovaciones financieras que implica emisión de títulos —independientemente del gasto de la producción (o necesidades de financiamiento)— que puede generarse por procesos de fusiones y adquisiciones forzadas de empresas (como lo sucedido en Estados Unidos en respuesta a la crisis industrial, que inició en la década de 1960). Ese proceso fue seguido por gran variedad de actividades bancarias que incluyeron reportos, derivados, sin-

téticos y operaciones fuera de balance (titularización de deudas) que permitieron ampliar la liquidez sobre una base de capital determinado, seguido por un proceso de iliquidez que, incluso, limitó incluso los préstamos del mercado interbancario. Ello provocó una quiebra masiva de bancos y de empresas no financieras privadas, altamente apalancadas.

Una tercera versión sobre la relación emisión de deudas bancarias y el mercado de capitales surge a partir de la crítica al planteamiento de Minsky (Lavoie y Seccareccia, 2001; Lavoie, 2006; Toporowski, 2000, 2008a, entre otros). Estos autores cuestionan que la génesis de las crisis financieras se deba al aumento de la tasa de apalancamiento (incremento más acelerado de las deudas que el ingreso de las corporaciones). Desde esta perspectiva, Minsky aplica un análisis microeconómico y omite que la expansión de la producción también amplía el ingreso que, *caeteris paribus*, aumenta las ganancias, las cuales pueden anular las deudas. O sea, las burbujas financieras no se explican por la creciente liquidez para inducir el gasto-inversión, sino por los flujos y reflujos de capitales hacia el mercado de capitales que adquiere gran relevancia a partir de la constitución de los inversionistas institucionales.

Estos autores retoman el planteamiento de Kalecki [(1943/1954) 1977] que postula como las principales determinantes de la inversión a los fondos internos, los cuales dependen de las ganancias pasadas no distribuidas que a su vez determinan el financiamiento externo a la empresa, tamizado por el riesgo creciente y la tasa de ganancia corriente. Se adjudica a los mercados de capitales la función de modificar la distribución de las ganancias en favor de los tenedores de acciones y empresarios, y en contra de los intereses de los trabajadores (que reduce la participación de los salarios en el valor agregado, empeora las condiciones de trabajo de los asalariados, acompañado por una pérdida de fuerza política de los organizaciones laborales para defender sus intereses (Toporowski, 2008b), los cuales se enfrentan a un creciente poder político resultado de la colusión entre dueños de capital y empresarios). A diferencia de Keynes (1936), bajo condiciones de dominación del capital financiero, se unifican los intereses de los poseedores de acciones (dueños de capital) y los empresarios, en tanto estos últimos participan de las ganancias financieras vía el pago opciones de acciones (Mott, 2011).

Con base en la anterior discusión, se señala que hay un cambio en el modelo económico dominante, que se distingue por la financiarización de las relaciones sociales de producción, donde se argumenta que las normas de crecimiento regidas por la retención de ganancias y su reinversión, se suplantaron por un modelo de distribución de ganancias, acompañada de una reducción de la participación de los salarios en el valor agregado y, de la inversión, conformándose sectores productivos dinámicos desligados del resto de los

sectores productivos, caracterizado por el empequeñecimiento (del sector productivo) y la distribución (repartición de dividendos).

Se amplía la apropiación de las ganancias en la esfera de circulación en un contexto de unificación de intereses entre los dirigentes del capital productivo y financiero, que modifican el objetivo de las empresas no financieras privadas. En palabras de Lazonick y Sullivan (2000, p. 16): “La tasa de retorno de las acciones corporativas se convirtió en una medida superior de comportamiento y, la maximización del valor de los acciones, se tornó en un credo”.

Un elemento adicional que fortaleció la distribución de las ganancias y el empequeñecimiento de la producción es la conformación de las cadenas globales de la producción, lideradas por empresas que demandan insumos, situadas en los países industriales. Milberg (2008) argumentó que se desintegran los procesos de producción de las grandes empresas, los cuales se distribuyen entre los países industrializados que ofrecen menores costos, mayor infraestructura y estabilidad política. Bajo estas nuevas condiciones, los países en desarrollo se especializaron en la manufactura —incluso de alta tecnología— ligada a la exportación, manteniendo las empresas no financieras privadas su posición de tomadores de precios, porque por el lado de la oferta tiene lugar una gran competencia, con entrada abierta de nuevas empresas y locaciones geográficas que abastecen a pocas industrias, que conforman un poder *oligopsónico*. Este proceso reforzó la reducción de costos, el incremento del margen que fue transferido a los dueños de capital, tenedores de las acciones de los países industriales con economías *financiarizadas*.

El proceso de *financiarización* provocó un aumento de la actividad financiera en la actividad de las empresas no financieras privadas. Estas instituciones desarrollan departamentos de tesorería cuya función es negociar con títulos financieros como una fuente alternativa de captación de rendimientos por la vía de apropiación de ganancias financieras. En este contexto, hay una diversificación de actividades financieras cuyo objetivo, por un lado, es maximizar el valor de los títulos financieros y, por otro, impedir adquisiciones forzadas. En estas condiciones tiene lugar una emisión de títulos acompañada por recompras más que proporcionales de títulos, por contratos de derivados que originalmente tienen la función de garantizar la estabilidad de los precios. El conjunto de las actividades financieras permitió a las empresas financieras ampliar la apropiación de rendimientos, dado un volumen de inversión (Stockhammer, 2004, 2008). Entonces, independientemente del incremento de los precios de los títulos financieros (norma financiera, Boyer, 2000), se impuso un sistema económico dominado por las finanzas.

## DISTRIBUCIÓN DE LOS RENDIMIENTOS Y FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN MÉXICO

A partir de la década de 1980, el sistema económico mexicano atravesó por un profundo proceso de transformación sin lograr profundizar ni ampliar su mercado financiero a la par de los países industrializados, aunque debe resaltarse que se profundizó el mercado de deudas, prácticamente inexistente hasta los años de 1970. Se activó el mercado de valores a raíz de la globalización financiera que atrajo altos volúmenes de inversión extranjera de cartera en 1990 y después de la segunda gran crisis financiera (2009-2014); así como altos montos de inversión extranjera directa a la luz de las reformas estructurales de 1993 y 2013, ligadas al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y la privatización del sector petrolero y eléctrico, respectivamente.

A pesar de la entrada masiva de capital extranjero, el número de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores se mantuvo reducido y fue moderado el índice de liquidez (*turnover*), así como el índice de inflación financiera (incrementa el índice de precios y cotizaciones y aumento de la relación precios a rendimientos) (véase Levy, 2010).

Bajo estas condiciones se revisa el proceso de distribución de ganancias, el portafolio financiero de las empresas y la composición de financiamiento del sector privado no financiero. El primer análisis se realiza con base en la información presentada por INEGI en el Sistema de Cuenta Nacionales, por Cuentas por Sectores Institucionales (CSI), que reflejan al conjunto de las empresas que operan en territorio mexicano.

Una primera advertencia es que cambió la metodología que conforma el universo de las empresas no financieras en las CSI, excluyendo las actividades empresariales de las familias<sup>3</sup> (se creó la partida de ingresos mixtos que incluyen los ingresos obtenidos por esa vía), sólo contabilizándose a la pequeña, mediana y gran empresa,<sup>4</sup> aunque el número de microempresas representa casi el 95% del total del universo.

La revisión de las cifras sobre el monto y la distribución del excedente bruto de operación arrojan importantes características sobre el comportamiento de las empresas no financieras. Un primer hallazgo es que el excedente bruto y neto de operación en el universo de la economía total y de

<sup>3</sup> Se omite a la microempresa que se realizan por las familias con actividad empresarial.

<sup>4</sup> Los censo económicos de 1998, 2003 y 2008 miden el tamaño de las empresas según el número de trabajadores. En el caso de las grandes empresas cuentan con 251 trabajadores en la industria en el sector servicios es de 101; las empresas medianas tienen hasta 250 trabajadores en la industria y 100 trabajadores en el sector servicio, la pequeña empresas tiene hasta 50 trabajadores y 30 en los servicios, y la microempresa hasta diez trabajadores.

las sociedades no financieras no se modificó drásticamente, pese a la estallamiento de la gran crisis financiera en 2008 que generó una fuerte recesión en México, entre 2009-2010. Sin embargo, se observan fuertes cambios en los componentes de la rentas de la propiedad, cuyo análisis debe realizarse en el entorno de las sociedades no financieras (SNF) (véase cuadro 1).

La renta de la propiedad representó alrededor de 65% del excedente bruto de operación del sector no financiero entre 2003 y 2015; y 80% respecto del excedente neto de operación, todos medidos con respecto al PIB. Los componentes con mayor peso de las rentas de la propiedad son los intereses, con una media 2.2% respecto al PIB con fuertes vaivenes en el periodo. Sigue en importancia la renta de la tierra y activos del subsuelo que aumentó a raíz de la reforma energética y la activación de la actividad minera. En tercer lugar se encuentra la renta distribuida, particularmente los dividendos, que representaron casi la mitad del excedente neto de operaciones (véase cuadro 1).

El gasto en formación bruta de capital y la formación bruta de capital fijo (se diferencia por la variación de existencias) tienen un comportamiento más o menos similar entre 2003-2015, con una media de 23 y 22% del PIB, respectivamente. En el SNF se ejerce más de la mitad de este gasto con una media de 13 y 12% del PIB, respectivamente. En el conjunto de la economía domina la vivienda, otros edificios y estructuras, seguidas por maquinaria y equipo; mientras que en el SNF dominan maquinaria y equipo, y otros edificios y estructuras (véase cuadro 2).

Un tercer elemento que se debe destacar es el financiamiento de la formación bruta de capital. A nivel de toda la economía no hay cambios sustanciales entre el financiamiento interno y externo, los primeros compuestos por el consumo de capital de fijo y el ahorro que financian casi completamente la formación bruta, con porcentajes muy menores de endeudamiento, que tiene mayores coeficiente de variabilidad, pero notoriamente menores a la unidad (véase cuadro 3).

En el sector SNF, el financiamiento de la formación bruta de capital también descansa sobre el ahorro bruto, particularmente sobre el consumo de capital fijo, que son flujos financieros que se retienen a lo largo del proceso productivo para reponer el bien de capital y tiene la particularidad que estar libres de impuestos, con muy baja participación del ahorro neto (que se obtiene de la cuenta utilización del ingreso y se adicionan las transferencias de capital) (véase cuadro 3). Entonces las empresas que operan en México no acuden de manera importante al sistema financiero para financiar la formación bruta de capital y se utiliza para reducir el pago de impuestos. Obviamente, el endeudamiento neto tiene la función de cerrar la brecha entre

CUADRO 1  
EXCEDENTE BRUTO DE OPERACIÓN Y RENTAS DE LA PROPIEDAD DE LA ECONOMÍA TOTAL, COMO % DEL PIB

% del PIB	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	DE	CV
EBO	44.64	46.92	47.40	48.85	49.08	50.47	45.47	46.60	48.36	49.56	48.10	47.48	46.73	47.7	1.6	0.0
CCF	-10.01	-9.78	-9.54	-9.32	-9.37	-9.75	-11.24	-10.47	-10.05	-10.54	-10.54	-10.58	-11.46	-10.2	0.7	-0.1
ENO	34.63	37.14	37.86	39.53	39.72	40.72	34.22	36.13	38.31	39.02	37.56	36.90	35.27	37.5	2.0	0.1
Renta	-2.03	-1.63	-1.89	-2.17	-2.27	-1.80	-1.67	-1.16	1.80	-2.18	-3.27	-2.75	-3.12	-1.9	1.2	-0.7
<i>Distribución de excedente bruto y la renta de la propiedad, como % del PIB</i>																
EBO	32.89	35.60	35.82	37.59	37.79	39.26	33.34	34.91	37.12	38.64	36.87	36.54	35.82	36.3	1.9	0.1
CCF	-7.36	-7.14	-6.95	-6.78	-6.83	-7.15	-8.45	-7.77	-7.56	-7.83	-7.86	-7.97	-8.80	-7.6	0.6	-0.1
ENO	25.53	28.46	28.87	30.81	30.96	32.11	24.89	27.13	29.56	30.81	29.01	28.57	27.02	28.7	2.2	0.1
Rentas de la propiedad	21.30	22.36	23.97	24.72	24.34	26.82	19.90	22.69	23.50	25.52	26.70	25.48	23.44	23.9	2.0	0.1
Intereses	0.91	-1.32	1.71	2.18	2.10	2.20	2.64	2.95	2.41	3.70	2.65	3.39	2.81	2.2	1.3	0.6
Renta distribuida de las sociedades	16.76	-16.75	16.78	16.80	16.70	16.56	12.56	14.74	14.54	15.44	17.60	16.61	17.71	13.5	9.2	0.7
Dividendos	16.12	-16.27	16.26	16.28	16.18	16.05	12.05	14.14	13.92	14.62	16.79	15.78	15.56	12.9	8.9	0.7
Retiros de los ingresos de cuasi sociedades	0.64	-0.48	0.52	0.52	0.52	0.51	0.50	0.61	0.62	0.82	0.81	0.83	2.15	0.7	0.6	0.8

CUADRO 1 (CONTINUACIÓN)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Promedio	DE	CV
% del PIB																
Utilidades reinvertidas de la Inversión extranjera directa	0.30	-0.33	0.36	0.80	0.74	0.69	0.48	-0.11	0.54	0.27	0.94	0.81	0.69	0.5	0.4	0.8
Desembolsos por renta de las inversiones	-0.17	0.15	-0.21	-0.24	-0.24	-0.23	-0.25	-0.22	-0.21	-0.21	-0.22	-0.22	-0.30	-0.2	0.1	-0.6
Renta de la tierra y activos del subsuelo	3.51	-4.29	5.34	5.19	5.04	7.60	4.47	5.33	6.23	6.32	5.72	4.90	2.53	4.5	2.9	0.7
Saldo de ingresos primarios neto / ingreso nacional neto	4.23	6.10	4.90	6.09	6.62	5.29	4.99	4.44	6.06	5.29	2.32	3.09	3.58	4.85	1.28	0.27

FUENTE: cálculos propios con base en INEGI, Sistema de Cuenta Nacional de México. Cuentas por sectores institucionales, 2015 revisadas Serie por sector institucional / Economía total y Sociedades no financieras, Precios corrientes / Millones de pesos / 2003-2015, Cuadro Completo.

De desviación Estandart, CV: coeficiente de variabilidad.

CUADRO 2  
TENDENCIAS Y COMPOSICIÓN DE LOS FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL, % DEL PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Media	DE	CV
Toda la economía	FBK	22	24	23	24	25	23	22	23	22	20	21	21	23	2	0.1
	FBKF	21	21	21	22	22	23	21	22	22	21	21	23	22	1	0.0
	Vivienda	6	7	7	7	7	7	6	6	6	6	6	6	6	1	0.1
	Otros edificios y estructuras	8	8	8	8	8	9	8	8	8	8	8	7	8	1	0.1
Sector no financiero	MyE	6	6	7	7	7	7	6	7	7	7	7	9	7	1	0.1
	Otros*	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0.2
Sector no financiero	FBK	13.1	14.5	13.3	14.4	14.8	13.8	12.4	13.4	12.5	11.4	12.2	12.7	13.1	1.0	0.1
	FBKF	11.7	11.9	11.7	12.0	12.3	12.5	12.0	12.0	13.1	12.6	12.6	14.2	12.3	0.8	0.1
	Vivienda	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0
	Otros edificios y estructuras	5.6	5.7	5.3	5.3	5.5	5.8	5.6	5.3	5.5	5.8	5.3	5.1	5.3	5.5	0.2
Sector no financiero	MyE	5.8	5.9	6.0	6.4	6.5	6.4	6.1	6.0	6.8	6.9	7.0	8.4	6.4	0.7	0.1
	Otros*	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.1	0.1

FUENTE: cálculos propios con base en INEGI, Sistema de Cuenta Nacional de México. Cuentas por sectores institucionales, 2015 revisadas, Serie por sector institucional / Economía total y Sociedades no financieras, Precios corrientes / Millones de pesos / 2003-2015, Cuadro Completo.

\*Sistema de Armas, recursos biológicos, costos de transferencias y productos de propiedad intelectual.

De desviación Estandart, CV: coeficiente de variabilidad.

CUADRO 3  
FINANCIAMIENTO INTERNO Y EXTERNO DE LA FBK, COMO % DEL PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FBK	22.18	23.87	22.97	24.43	24.79	24.50	22.67	22.45	23.28	21.89	19.95	20.74	21.03
FBKF	20.61	21.19	21.32	22.00	22.27	23.09	22.57	21.15	21.77	22.37	21.15	21.03	22.52
CCF (-)	-10.74	-10.53	-10.29	-10.07	-10.12	-10.54	-12.10	-11.31	-11.11	-11.41	-11.42	-11.46	-12.37
AB	21.10	23.12	22.32	23.81	23.54	22.82	22.03	22.21	22.27	20.58	17.61	18.77	18.22
AN	10.36	12.60	12.03	13.74	13.42	12.28	9.93	10.90	11.15	9.16	6.19	7.31	5.85
End. (-1)	-1.08	-0.75	-0.65	-0.63	-1.25	-1.68	-0.65	-0.24	-1.02	-1.32	-2.34	-1.97	-2.82
<b>FBK</b>	13.14	14.46	13.28	14.38	14.76	13.84	12.13	12.40	13.39	12.52	11.42	12.18	12.72
FBKF	11.68	11.87	11.68	12.04	12.34	12.53	12.03	11.18	11.96	13.08	12.65	12.56	14.23
CCF (-)	-7.36	-7.14	-6.95	-6.78	-6.83	-7.15	-8.45	-7.77	-7.56	-7.83	-7.86	-7.97	-8.80
AN	-0.14	1.41	-0.13	1.07	1.74	0.24	-0.34	-1.13	0.69	0.29	-3.04	-1.75	-1.42
AB	7.23	8.55	6.82	7.85	8.57	7.39	8.11	6.65	8.25	8.12	4.82	6.22	7.38
<b>AFnP</b>	-0.64	-0.35	-0.33	-0.34	-0.07	-0.34	0.06	0.19	-0.15	0.11	-0.08	1.02	0.99
TCR	0.01	0.12	0.46	0.80	1.05	0.07	1.27	0.78	0.31	0.03	0.18	0.48	0.04
TCP	-0.16	-0.07	-0.03	-0.05	-0.07	-1.03	-0.02	-0.07	-0.02	-0.05	-0.10	-0.01	-1.08
Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-)	-5.43	-5.51	-5.71	-5.43	-5.14	-7.08	-2.84	-5.22	-4.70	-4.52	-6.44	-6.52	-7.37

Préstamo neto (+) / endeudamiento neto (-) es la diferencia entre ahorro bruto y la formación bruta de capital, menos activos no financieros no producidos, más transferencias recibidas y pagadas.

AB: ahorro bruto, AN: ahorro neto, End: endeudamiento; AFnP: Activos financieros no producidos. TCP: transferencias de capital recibidas.

TCP: Transferencias de cápita pagados.

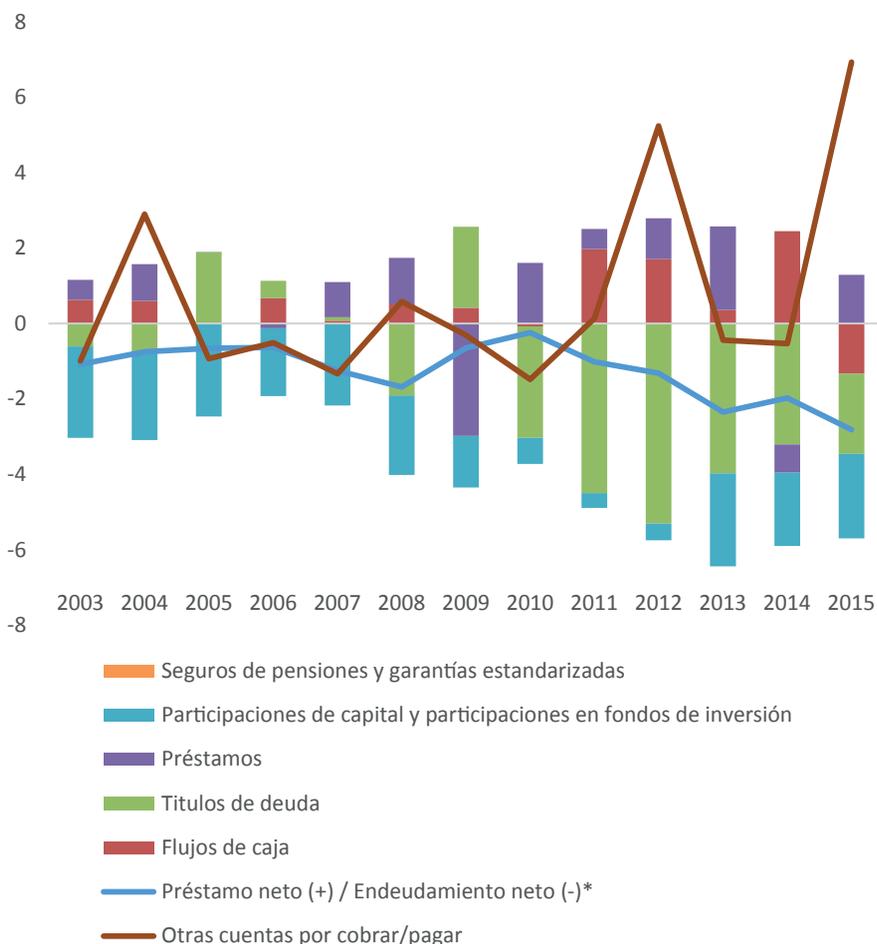
FUENTE: cálculos propios con base en INEGI, Sistema de Cuenta Nacional de México. Cuentas por sectores institucionales, 2015 revisadas.

Serie por sector institucional / Economía total y Sociedades no financieras, Precios corrientes / Millones de pesos / 2003-2015, Cuadro Completo.

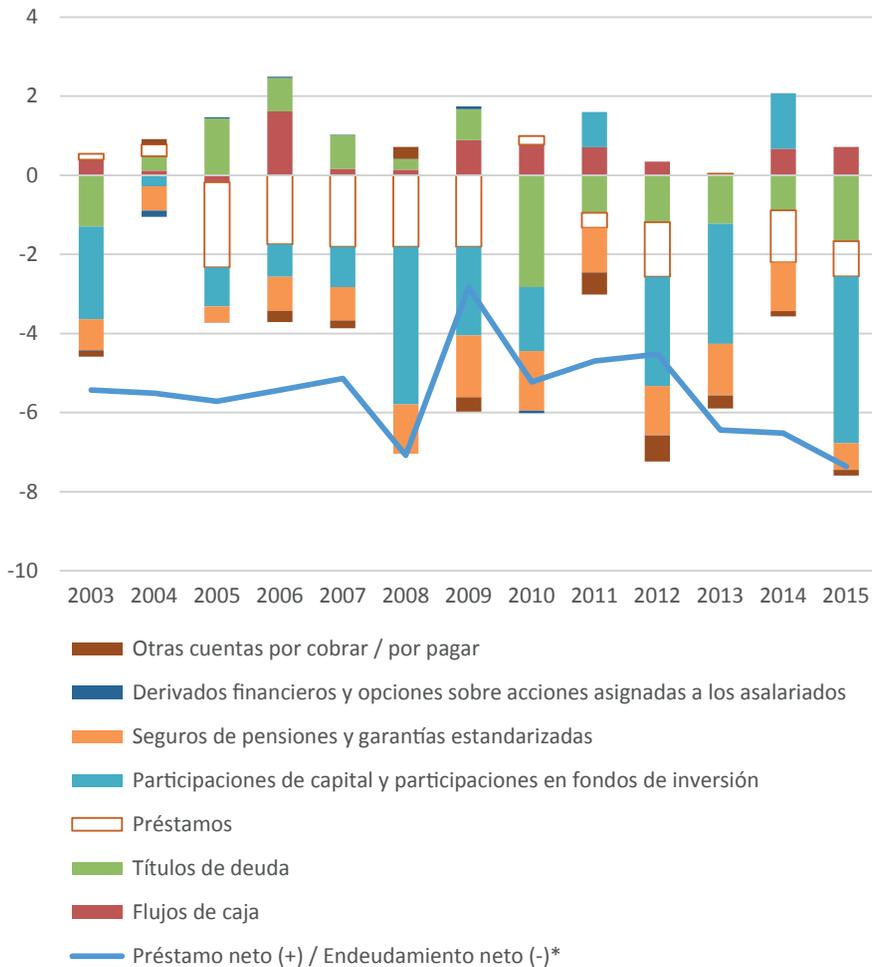
la formación bruta del capital y el ahorro bruto, representa alrededor de la cuarta parte de la formación bruta de capital.

El análisis de las fuentes de financiamiento, definido por la diferencia entre la emisión y la adquisición de activos financieros, determina el endeudamiento o préstamos que indica el tamaño y la composición de las hojas de balance del sector productivo. A nivel de toda la economía, la participación de capital y los títulos de deudas son una fuente importante de endeudamiento, con baja participación de préstamos en periodos de crisis como la de 2009 (véase gráfica 1), lo cual también aplica al SNF (véase gráfica 2).

GRÁFICA 1  
COMPOSICIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LA ECONOMÍA



GRÁFICA 2  
COMPOSICIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



FUENTE: cálculos propios con base en INEGI, Sistema de Cuenta Nacional de México. Cuentas por sectores institucionales, 2015 revisadas; Serie por sector institucional/Economía total y Sociedades no financieras, Precios corrientes/Millones de pesos/2003-2015, Cuadro Completo.

Un análisis alternativo sobre las fuentes de financiamiento del sector privado no financiero que incluye las empresas y las familias con actividad financiera (microempresas) muestran resultados que avalan los hallazgos de la cuenta financiera de la inversión por SCI. En primer lugar, la economía mexicana no se financiarizó de la misma manera que los países desarrollados. En términos de las actividades que captan el financiamiento, la

empresarial domina, lo cual implica que se mantienen como deudores del sistema financiero, o sea no se han convertido en prestatarios del sistema, como lo predice el modelo de financiarización; o sea la actividad de tesorería de estos agentes se mantuvo limitada.

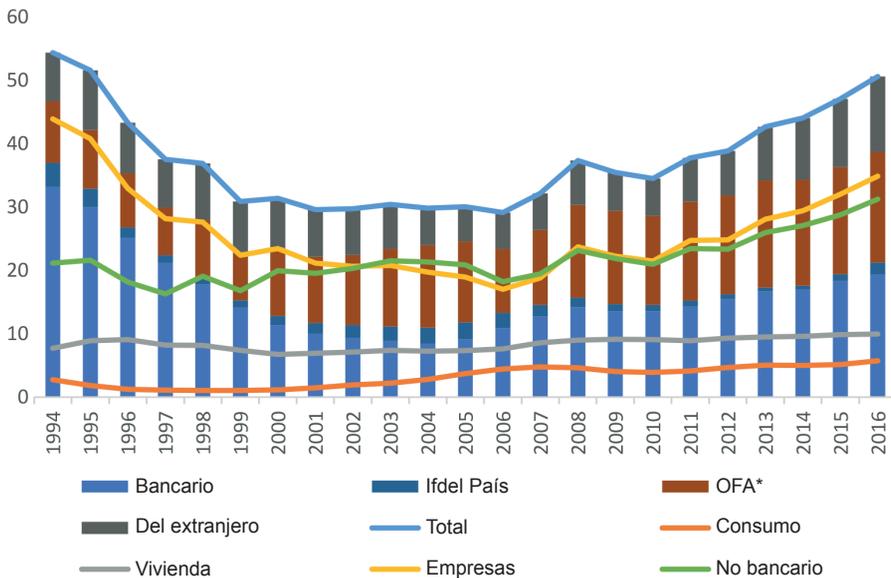
Segundo, entre 1994 y 2016 el financiamiento a las empresas con actividad empresarial disminuyó, lo cual se explica por la gran crisis financiera que estalló en 1994 y que se recuperó hasta mediados de la primera década de 2000, sin ser afectada por la crisis económica de 2008 (véase gráfica 3). Podríamos aventurar que una explicación de la reducción del financiamiento de la producción se debe a la creciente movilización de recursos internos de las empresas, especialmente a partir de la dominación de las grandes corporaciones extranjeras en México, como consecuencia de la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Un tercer elemento sobre el destino del financiamiento es que los flujos destinados al consumo —no obstante crecieron vigorosamente—, tuvieron poco peso en el financiamiento total (gráfica 3), lo cual implica que las familias no se endeudaron para financiar su consumo. El financiamiento destinado a la vivienda se mantuvo relativa constante a través del periodo 1994-2016, con la peculiaridad de que fue generado por instituciones financieras semipúblicas (FOVISSSTE e INFONAVIT), lo cual implicó menor inestabilidad porque fue canalizado a las personas que trabajan en el sector privado o público y, por consiguiente, se reduce su probabilidad de impago.

Por fuentes de financiamiento, en la década de 1990, la banca (comercial y de desarrollo) fue la mayor fuente de financiamiento al sector privado no empresarial, este proceso se debilita a la luz de la crisis financiera, aparece una fuerte tendencia descendente que se detiene en la primera década del siglo XXI, alrededor de 2004 (gráfica 3), recuperándose posteriormente sin que la crisis de 2008 haya incidido notoriamente sobre el financiamiento de la banca. Se resalta que el financiamiento bancario nunca recupera los niveles de 1994 (cae en alrededor de 13 puntos), lo cual indica que la banca que opera en México (dominado por capital extranjero) ha reducido los créditos bancarios en moneda nacional. Las otras fuentes alternativas del país,<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Las otras fuentes alternativas del país que dirigen financiamiento del consumo, se refiere al saldo total de las tarjetas de crédito no bancarias, cuya fuente de información son los balances contables consolidados de las tiendas departamentales que reportan a la Bolsa Mexicana de Valores. La serie histórica puede presentar variaciones trimestrales significativas cuando estas empresas se registran o cancelan su registro en la lista de empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Hacia la actividad de la vivienda los flujos provienen del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT), y a la cartera hipotecaria vigente y vencida del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (FOVISSSTE) (Fuente: Comisión Nacional

GRÁFICA 3  
FINANCIAMIENTO DE LAS INSTITUCIONES NO FINANCIERAS PRIVADAS  
POR DESTINO E INSTITUCIONES COMO % DEL PIB



FUENTE: elaboración propia con base en Banco de México, cuadro Financiamentoe información financiera de intermediarios financieros. Financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales, metodología 20003. Fecha de consulta: 17/10/2017 08:47:15.

junto con el financiamiento externo, neutralizan la caída del financiamiento bancario.

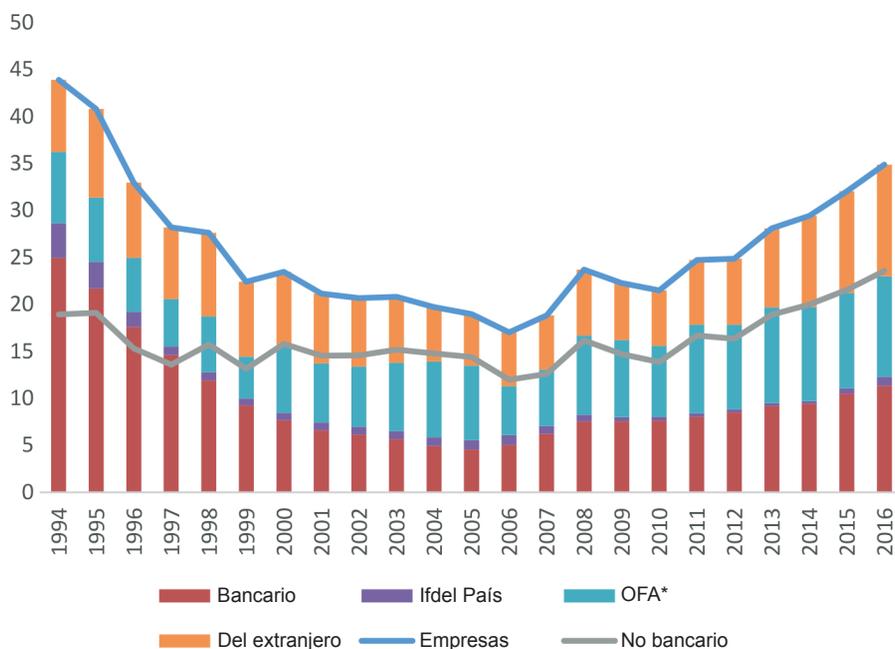
De manera específica los componentes de las principales fuentes del financiamiento de las empresas y las familias con actividad empresarial, siguen las mismas tendencias con el financiamiento al sector privado no empresarial, aunque con tendencias más marcadas (véase gráfica 4). La participación de la banca comercial y de desarrollo cae drásticamente hasta la primera mitad del siglo XXI, representado en 2004 y 2005; sólo el 20% de lo que prestaba en 1994, alcanzando menos de la mitad en 2015 y 2016. Ello indica que la emisión de créditos en moneda nacional perdió notoriamente importancia. El financiamiento externo se canalizó enteramente a este sector,

Bancaria y de Valores). Y, las otras fuentes alternativas del país que dirigen recursos a las empresas y familias con actividad empresarial, son el pasivo interno no bancario de las empresas que cotizan en la BMV y la emisión interna de instrumentos de deuda de empresas que no cotizan en BMV.

FUENTE: Banco de México, Cuadro Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros del sector privado del país, bancario y otras fuentes principales (metodología 2003).

aumentó considerablemente la tercera parte del total, y adquirió gran importancia la emisión de títulos en la bolsa de valores y en instrumentos de deuda. Ello indica que la globalización generó una gran diversificación de financiamiento, especialmente el que se canaliza a las empresas y las familias con actividades empresariales, con una baja notoria el crédito de la banca. A partir de lo anterior, podemos inferir que el sector más afectado en ese nuevo entorno es el financiamiento hacia la micro, pequeña y mediana empresa que no tiene acceso al financiamiento externo, no emite acciones ni bonos.

GRÁFICA 4  
FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS Y FAMILIAS  
CON ACTIVIDAD EMPRESARIAL POR FUENTES



FUENTE: elaboración propia con base en Banco de México, cuadro Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales, metodología 2003. Fecha de consulta: 17/10/2017 08:47:15.

## POLÍTICAS PARA REVERTIR EL ESTANCAMIENTO ECONÓMICO

A partir de la discusión de la distribución del excedente neto de operación, los componentes de la acumulación y su financiamiento, es posible proponer varios lineamientos de política económica. Primero, la distribución del excedente neto de operación bajo la forma de dividendos debe ser sujeta a impuestos, porque a través de esa vía gran parte del excedente neto de ope-

raciones se transforma en rentas distribuidas, los cuales no regresan a las empresas, y pueden ser remitidas fuera de país.

Las empresas no financieras tiene un gasto reducido en la inversión en capital fijo, por consiguiente, debe haber una política pública de fomento a la actividad de la acumulación, combinadas con políticas crediticias a la pequeña y mediana industria, que se amplíe la participación de estas instituciones y aumenten la producción y el gasto de la acumulación. Un elemento clave es reforzar estos sectores donde existan suficientes insumos domésticos para evitar presiones sobre el balance comercial externo, o sea fortalecer los encadenamientos.

Los requerimientos por consumo de capital fijo que las empresas retienen son muy altos porque están libres de impuestos, por consiguiente, deben existir políticas que vigilen que las empresas no financieras utilicen dichos recursos en la reinversión de capital fijo y no lo utilicen en otras actividades.

En el rubro de financiamiento por sectores institucionales destaca la participación de las acciones y los fondos de inversión, y préstamos o endeudamiento en "otras cuentas por cobrar". En este contexto, se propone que las actividades financieras de las empresas no financieras deben ser sujetas a políticas fiscales que desincentiven dichas prácticas; y, por el contrario, se incentive a las grandes empresas que utilicen el mercado nacional para emitir acciones y deudas.

Otra observación es la reducida intervención de la banca en el financiamiento de la inversión y producción. Las soluciones para revertir este comportamiento son muchas. Por un lado, la empresa de tamaño micro, pequeña y mediana deben ser sujetos de políticas que afiancen su solvencia, para los cual deben ampliarse los programas de otorgamientos de garantías y apoyo técnico. Otra política importante es activar la banca de desarrollo, otrora institución básica en el crecimiento económico y canalizar sus esfuerzos a actividades empresariales, especialmente hacia las empresas chicas y medianas. Al respecto de advertirse que el comportamiento de la banca de desarrollo del periodo de regulación no debe repetirse, en tanto no financió el desarrollo de cadenas productivas basadas en tecnologías nacionales, sino que gran parte del financiamiento fue canalizado para importar insumos del resto del mundo y, en la década de 1970, muchos de sus esfuerzos fueron canalizados a apoyar la banca comercial.

A su vez, deben desplegarse políticas públicas que obliguen a los bancos comerciales prestar al sector productivo asumiendo riesgos, especialmente bajo condiciones de alta rentabilidad de estas instituciones bancarias. En este contexto, el banco central debe adoptar políticas de altos requerimientos para operaciones con el mercado de valores y bajo nivel de reservas para préstamos del sector productivo, especialmente si cuentan con aval guber-

namental. Se puede desplegar una política de fondeo barato para los bancos que presten al sector productivo.

Finalmente, las instituciones bancarias deben estar sujetas a políticas para que otorguen créditos al sector empresarial, especialmente a la micro, pequeña y mediana empresa.

## BIBLIOGRAFÍA

- Boyer, R. (2000), "Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism?, A Preliminary Analysis", en *Economy and Society* 29, 1: 111-145.
- Blanchard, O. (2000), *Macroeconomía*, Prentice Hall, segunda edición, España, 2003.
- Fama, E. (1970), "Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work", en *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- Fama, E. (1991), "Efficient Capital Markets, II", en *The Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575-1617.
- Fabozzi, J., F. Modigliani y M. Ferri (1996), *Mercados e instituciones financieras*, México, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana, pp. 1-697.
- Graziani, A. (2003), "The Monetary Theory Production", Cambridge University Press,
- Gurley, J.G. y E.S. Shaw (1960) *Money in a Theory of Finance*, Washington, The Brookings Institution.
- Kalecki, M. [(1943/1954) 1977], "Determinantes de la inversión", en *Ensayos escogidos sobre la dinámica de la economía capitalista*, México, Fondo de Cultura Económica, pp. 128-141.
- Keynes, J.M. (1930), *A Treatise of Money*, London, Macmillan and CO, limited, St. Martin's Street, reprinted, 1935, cap. 1 y 2, pp. 3-31
- Keynes, J.M. (1936/1986), "Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero", México, FCE, pp. 1-356
- Keynes J.M. (1937a), "Alternative Theories of the Rate of interest", republicado en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIV, London, Macmillan, 1973, pp. 201-214.
- Keynes, J.M. (1937b), "The Ex Ante' Theory of the Rate Interest", republicado en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol, XIV, London, Macmillan, 1973, pp. 215-223.
- Keynes, J.M. (1939), "The Process of Capital Formation", en D. Moggridge (ed.), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIV, London, Macmillan, 1973, pp. 279-240
- Lavoie y Secarrecia (2001), "Minsky's Financial Fragility Hypothesis, a Missing Macroeconomic Link?", en Ricardo Bellofiore and Piero Ferri (eds.), *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The*

- Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. II, Cheltenham UK, Northampton, MA, USA, Edward Elgar, pp. 76-96.
- Lavoie y Secarrecia (2006), *Introduction to Post-Keynesian Economics*, New York, Palgrave, Macmillan, pp. 150
- Lazonick, W. y M. Sullivan, (2000), "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", en *Economy and Society*, vol. 29, núm. 1, pp. 13-35.
- Levy, N. (2013), "Las estructuras financieras y el financiamiento de la producción en los principales países latinoamericanos", en N. Levy y T. Lopez (eds.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México, Juan Pablos, pp. 291-324.
- Milberg, W. (2008), "Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains", en *Economy and Society*, vol. 37, núm. 3, pp. 420-451.
- Minsky, H. (1964), "Financial Crises, Financial System and the Performance of the Economy", en *Private Capital Markets*, Englewood Cliffs, N.J., Research Study Two, Prentice Hall Inc., pp. 173-380.
- Minsky, H. (1975), *John Maynard Keynes*, USA, Macmillan.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, USA, Twenty Century Fund.
- Mott, T. (2011), "Los problemas de incentivo en la provisión del financiamiento para el crecimiento y el desarrollo", en N. Levy y T. Lopez (eds.), *Las instituciones financieras y el crecimiento económico en el contexto de la dominación del capital financiero*, México, Juan Pablos, pp. 19-36
- Patinkin, D. (1972), "Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory", en *Studies in Monetary Economics*, New York, Harper and Row.
- Stockhammer (2004), "Financialization and the Slowdown of Accumulation", en *Cambridge Journal of Economics*, 28, pp. 719-741.
- Stockhammer, (2008), "Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime", en *Competition and Change*, vol. 12, núm. 2, pp. 189-207.
- Toporowski, J. (2000), *The End of Finance, Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*, Routledge, Frontiers of Political Economy.
- Toporowski, J. (2008a), "Minsky's 'Induced Investment and Business Cycles'", en *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, núm. 5, septiembre, pp. 725-737.
- Toporowski, J. (2008b), "La economía y la cultura de la dependencia de la economía financiera", en *Economía Informa*, núm. 355, noviembre-diciembre, 2008, pp. 7-20.

