

CRECIMIENTO ECONÓMICO, EXCESO DE LIQUIDEZ Y ESCASO FINANCIAMIENTO: ANÁLISIS HASTA 2019-2023

POST SCRIPTUM*

NOEMÍ LEVY ORLIK**

El exceso de liquidez y el bajo financiamiento se mantiene como una característica importante de la economía mexicana, lo cual se explica por la entrada de capital extranjero privado que busca de maximizar su valor a través del diferencial de tasas de interés, tipos cambios estables, y bajos costos de mano de obra. El exceso de liquidez a lo largo del siglo XXI estabilizó el tipo de cambio y, en general, las relaciones financieras, abaratando los insumos importados, el costo de la deuda externa, sin reducir las exportaciones porque son parte de las operaciones de las cadenas globales de producción.

En ese contexto, el gobierno de López Obrador impulsó el crecimiento económico vía la redistribución del gasto público corriente a las políticas de desarrollo social (transferencias a los más vulnerables) y aumentando el consumo con mayores ingresos salariales y gasto de inversión pública en las zonas más pobres. Se debe aclarar que, aunque los avances son importantes, el crecimiento aún es insuficiente para satisfacer el bienestar social de la población.

Así, el exceso de liquidez en la economía mexicana es resultado de la globalización e internacionalización de capital; y se ha mantenido pese a los cambios de la política monetaria estadounidense (flexibilización y normalización monetaria) con fuertes variaciones de la tasa de interés estadounidense. Otra fuente del exceso de liquidez se explica por la interacción económica entre México y Estados Unidos, reforzado por la política estadounidense de relocalización productiva (*nearshoring*) en América del Norte. A partir de ello se explica la importancia de la inversión extranjera

* Post scriptum al capítulo “El crecimiento económico en una encrucijada: exceso de liquidez y escaso financiamiento” (Levy, 2018).

** Facultad de Economía, UNAM. Este proyecto es resultado directo del Proyecto PAPIIT- UNAM, IN-303823.

directa (IED) en México que, sin embargo, genera un crecimiento económico sustentado en el crecimiento del empleo con muy baja productividad.

Nuestra hipótesis es que la estrategia de atraer capital extranjero y estabilizar el tipo de cambio no es la mejor opción para lograr una industrialización y crecimiento con bienestar, pero definitivamente es la segunda mejor opción para una economía dirigida por exportaciones de bajo valor agregado, con crecientes déficits de cuenta corriente. En estas condiciones, el acceso al sistema financiero internacional debe ser aprovechado para desplegar políticas públicas de crecimiento económico con bienestar, especialmente en los estados con mayor pobreza, y debe estar liderados por la pequeña y mediana empresa. Esta política deberá moderarse una vez desarrolle un crecimiento endógeno y, por esa vía, mejore su inserción en la economía global, reduciendo su déficit en la cuenta corriente.

Nuestra propuesta es fortalecer el mercado de capitales doméstico para acceder a financiamiento externo para los grandes proyectos de inversión pública y fondar los proyectos de la pequeña y mediana industria en moneda nacional.

Este trabajo se divide en cuatro secciones. Después de esta introducción se presenta una discusión teórica sobre las funciones del mercado de valores en el desarrollo económico. En la tercera sección se analiza el exceso de liquidez, financiamiento e inversión en la economía mexicana y, finalmente, en la última sección, se presentan las conclusiones.

ANÁLISIS TEÓRICO DEL MERCADO DE CAPITALES Y EL CRECIMIENTO DE CAPITALES

La tradición económica dominante mantiene la idea que la banca central debe desplegar una política monetaria basada en la determinación de la tasa de interés, con el objetivo de estabilizar los precios. Dicha tasa debe igualarse a una tasa de interés natural (guiada por una tasa de ganancias bajo condiciones de pleno empleo). Taylor (1993) fue el primero que propuso una regla monetaria con el objetivo que el banco central determine una tasa de interés que se iguale a la tasa natural, mediada por brechas de producto (diferencial entre ingreso potencial¹ y observado) y de inflación (esperada² y observada). Así, se garantizaría una tasa de interés monetaria “correcta” que conlleva el mejor ordenamiento de los factores productivos y la máxima producción y empleo posible, libres de inflación. En este esquema el déficit fiscal es inflacionario y contraproducente.

En ese contexto, la estructura bancaria opera como un intermediario de recursos entre agentes superavitarios y deficitarios; y el banco central debe adquirir el *status* de neutralidad, o sea, no impide acomodar los créditos

del gobierno y, de esa manera garantizar estabilidad financiera.³ Por su parte el mercado de capitales también opera con “precios correctos” porque el precio de los bonos representa el valor de libros de las empresas. Así, no hay ciclos de negocios impulsados con ganancias financieras, y las desviaciones del precio de mercado de los títulos financieros con respecto a su valor real (valor en libros) son esporádicas y se deben a fallas de mercado (Fama, 1970). Estas pueden ser subsanadas por políticas regulatorias.

Keynes (1936), siguiendo a Veblen (1904), es crítico a los efectos positivos del mercado de capitales sobre el trayecto de la acumulación, porque las decisiones económicas están rodeadas de incertidumbre que, estructuralmente generan precios incorrectos. Ello provoca que el mercado de capitales se convierta en un espacio de especulación, que permite la operación de inversionistas “profesionales” que prevén los movimientos de los agentes y se adelantan a ellos para obtener ganancias financieras. A partir de ello, Keynes (1936: 144) señaló que es preferible que el eslabón entre la propiedad y la dirección de las empresas sea indisoluble, o sea que las empresas no recurran al mercado de capitales para obtener deudas de largo plazo.

En trabajos posteriores a la Teoría General, Keynes (1937a; y 1937b) suavizó este planteamiento, señalando que el financiamiento de la inversión depende del financiamiento de corto plazo que debe transformarse en financiamiento de largo plazo (fondeo) que depende de la preferencia de la liquidez de los ahorradores y de los bancos.

Kalecki, dentro del pensamiento heterodoxo, parte de otro esquema teórico. Desde la perspectiva de este autor el sistema capitalista es intrínsecamente oligopólico, dominado por la gran empresa, ligada al mercado de capitales. En este contexto, el funcionamiento del mercado de capitales y la innovación financiera son condiciones intrínsecas del funcionamiento del sistema capitalista; y los mercados financieros deben fortalecerse y por esa vía crear liquidez en moneda local.

El supuesto central de esta argumentación es que el financiamiento de las empresas proviene de los fondos internos y, el volumen de los fondos internos determina el acceso (monto y costo) al capital rentista y a los créditos bancarios, desechando la tasa de interés como determinante de la inversión (Kalecki, 1971: 131-132). Este autor señala el riesgo financiero es el elemento explicativo de las perturbaciones económicas, el cual, se calcula a partir de la composición de la hoja de balance de las empresas (Kalecki, 1971, capítulo 8).

Específicamente, el riesgo financiero está en función del coeficiente de inversión productiva con respecto a los fondos internos, la diversificación de los activos de las empresas entre inversiones productivas y financieras.

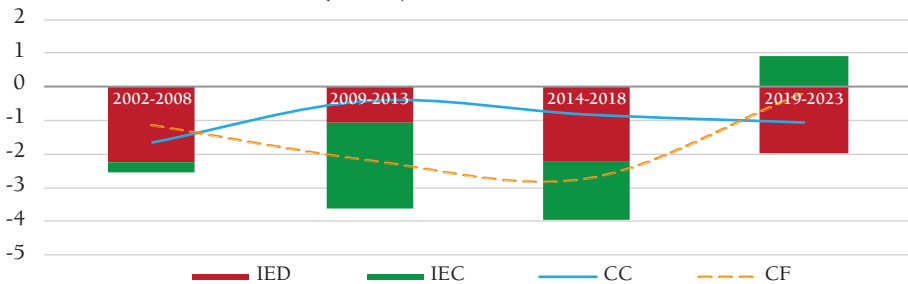
Es importante resaltar que si el financiamiento externo de las empresas no está cubierto o avalado por activos líquidos de la empresa, crece el riesgo de la empresa expresándose a través de mayores tasas de interés y menores volúmenes de créditos (Mott, 2010).

Así, el financiamiento de las empresas es desigual, las grandes empresas tienen condiciones de expansión más favorables y pueden enfrentar mejor las crisis económicas por tener amplio acceso a la liquidez del sistema financiero a bajos costos, mientras las empresas pequeñas y medianas tiene grandes limitaciones para crecer y sortear las crisis porque su acceso al financiamiento es reducido y más costoso (Steindl, 1945).

MÉXICO, EXCESO DE LIQUIDEZ Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

La entrada de capitales ha sido una constante en la economía mexicana desde inicios del siglo XXI, bajo la forma de inversión extranjera privada. Una primera aproximación es que los flujos netos de la cuenta financiera respecto al PIB estuvieron por encima de las necesidades de la cuenta corriente respecto al PIB, tanto en el periodo de relajación y normalización monetaria estadounidense (2008/2018). Es interesante resaltar que la brecha entre la cuenta financiera y la cuenta corriente se amplió en el periodo de normalización monetaria (2004/2018), cuando incrementaron las tasas de interés estadounidenses y depreció la moneda mexicana. Se añade que la creciente brecha entre ambas cuentas, en parte, también, se explican por la reducción del déficit de la cuenta corriente respecto al PIB generada por la recesión mundial causada por la crisis financiera global de 2008 (véase gráfica 1).

GRÁFICA 1
INDICADORES DE LA CUENTA CORRIENTE Y LA CUENTA FINANCIERA
(NETOS) RESPECTO AL PIB



IED: Inversión extranjera directa, IEC: Inversión extranjera de capital,
CC: cuenta corriente, CF: cuenta financiera

FUENTE: Elaboración propia con base en estadísticas del Banco de México.

La entrada de capitales (pasivos) respecto al PIB está liderada por la inversión extranjera directa (IED) que se mantiene relativamente constante en todos los periodos, mientras la inversión extranjera de cartera (IEC) es muy volátil y responde a los márgenes de las tasas de interés entre México y Estados Unidos y la estabilidad del tipo de cambio. Así, en el periodo de relación monetaria sube el coeficiente de IEC, vuelve a niveles anteriores de crisis financiera global de 2008, en el periodo normalización monetaria de EE.UU. (véase cuadro 1). En el periodo 2019-2023, la IEC se redujo, lo cual puede explicarse por los cambios políticos en México y la variabilidad de las tasas de interés de EE.UU., muy baja durante la crisis sanitaria y muy alta a partir de fines de 2022.

Por su parte, la salida de capitales (activos) estuvo liderado por la IED e IEC respecto al PIB en proporciones casi iguales, con un coeficiente de 0.7% y 0.6%, respectivamente, concentrándose en los periodos 2009-2013 y 2014-2018. Otro elemento destacable a nivel de pasivos y activos es la utilización de derivados que se concentró en el periodo de normalización monetaria estadounidense y la crisis sanitaria, asociado a fuertes vaivenes en las tasas de interés estadounidense y mexicana (véase cuadro 1). En este contexto, puede explicarse la estabilidad del tipo de cambio especialmente en el periodo 2019-2024, que alcanzó altos niveles de apreciación.

CUADRO 1
COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS Y ACTIVOS DE LA
CUENTA FINANCIERA RESPECTO AL PIB

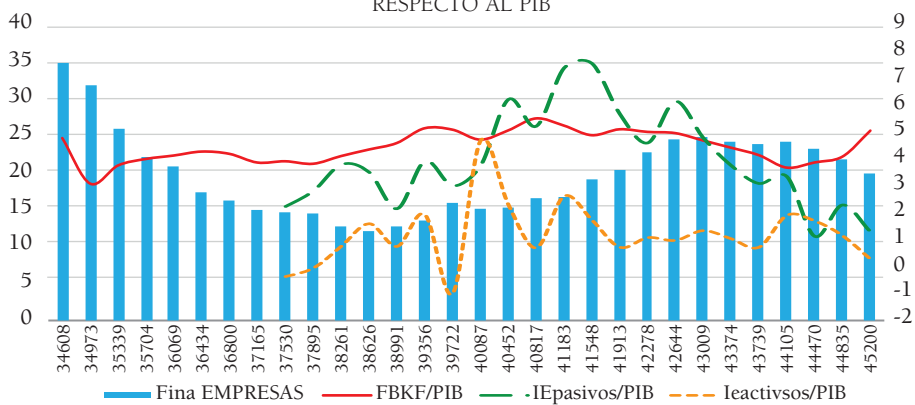
<i>Conceptos</i>	2002-2008	2009-2013	2014-2018	2019-2023
PASIVOS	3.0	6.4	2.8	-0.3
IED	2.6	2.4	2.9	2.4
IEC	0.5	3.6	2.1	-0.2
Derivados	0.0	0.0	-2.3	-2.7
Otras Inversiones	0.0	0.4	0.1	0.2
ACTIVOS	1.9	4.2	0.0	-0.5
IED	0.3	1.3	0.7	0.4
IEC	0.2	1.1	0.4	0.7
Derivados	0.0	-0.1	-2.3	-2.6
Otras Inversiones	0.6	0.4	1.4	0.5
Activos de reserva	0.8	1.5	-0.1	0.5

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México (2024).

El coeficiente financiamiento al sector privado no financiero (FSPNF) a PIB; y de la formación bruta de capital fijo (FBKF) a PIB indican que la acumulación proviene del financiamiento interno de las empresas,

especialmente en el periodo posterior de la crisis de 1994. La entrada de flujos externos es altamente inestable y no muestra una correspondencia con el coeficiente de la inversión (véase gráfica 2). Ello se explica por la gran entrada de multinacionales a México y el fortalecimiento de las empresas multilatinas constituidas en México. Estas corporaciones no demandan financiamiento bancario y su liquidez se obtiene en los centros financieros internacionales.

GRÁFICA 2
FINANCIAMIENTO, INVERSIÓN Y ENTRADAS Y SALIDAS DEL CAPITAL
RESPECTO AL PIB



FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México (2024).

Se destaca que en México el promedio del coeficiente financiamiento neto al sector privado no financiero a PIB (FSPNF/PIB),⁴ entre 1994 y 2024 ha sido muy bajo (31.4% respecto al PIB), con fuertes vaivenes (desviación estándar de 6.9), baja participación y variabilidad del coeficiente del FSPNF externo (7.6%) con una desviación estándar 1.7. El coeficiente del FSPNF interno durante ese periodo, en promedio, ascendió a 23.9%, también, altamente volátil (desviación estándar 5.8), dominada por la emisión de créditos bancarios (15.9%) también con alta desviación estándar (5.5). La empresa sigue siendo la mayor beneficiaria del financiamiento bancario con 19.7% respecto al PIB y una gran desviación estándar (5.8), muy por debajo del coeficiente de FBKF/PIB. Los efectos del reducido coeficiente del FSPNF es que la empresa que no accede al mercado de valores (pequeña, mediana e incluso gran empresa de tipo familiar) no tiene acceso a financiamiento rápido, suficiente y barato.

El bajo coeficiente del FSPNF/PIB también se debe a la reducida actividad de acumulación de la economía mexicana. Entre 1993-2023, el

promedio de la FBKF/PIB ascendió a 23.5%, con una desviación estándar de apenas 2.08. Esta condición se debe a que la economía mexicana se especializó en el ensamblaje de bienes finales destinados a la exportación que requieren bajo nivel de inversión.

CONCLUSIONES

Los mercados financieros tienen la función de generar liquidez y movilizar recursos financieros entre capitalistas, los cuales a su vez pueden desplegar actividades especulativas. Estas instituciones tienen un papel central en la consolidación de los países capitalista desarrollado. Se destaca que los países en desarrollo o atrasados, particularmente en América Latina, no han logrado consolidar sus mercados financieros pese a que se instauraron desde fines del siglo XIX.

A partir de la desregulación económica de la década 1980 se consolidó el mercado de bonos, y la apertura de la cuenta de capital (globalización) y la internacional del capital (exportación de capitales de la región) dinamizó el mercado bursátil, con resultados desalentadores.

En ese contexto la inversión extranjera privada reemplazó los créditos externos a nivel de gobierno, y la gran empresa multinacional tomó control de los sectores productivos dinámicos. El crecimiento económico mexicano descansó en sectores con bajo valor agregado y reducidos requerimientos de capital y el Estado renunció a su función de dinamizar el crecimiento económico. Así, la inversión productiva fue realizada por las grandes corporaciones con fondos propios, y la empresa doméstica no pública (familiar) se quedó con reducido acceso a liquidez y altamente costoso. Los recursos públicos del periodo de industrialización por sustitución de importaciones no fueron reemplazados por recursos privados.

En este contexto se despliega una política monetaria tendiente a garantizar exceso de liquidez internacional vía concesiones al capital extranjero, lo cual se expresa en altos márgenes de interés (respecto a Estados Unidos), destinados a estabilizar el tipo de cambio para evitar procesos inflacionarios, acompañados de crecientes concesiones al capital extranjero productivo para garantizar empleos.

El gobierno de López Obrador mostró que la globalización e internacionalización de la economía mexicana no anula las políticas públicas de crecimiento económico con bienestar. Se requiere decisión política de impulsar el crecimiento económico en las regiones más pobres y lideradas por las empresas domésticas, principalmente las pequeñas y medianas, sin excluir las multinacionales. Este proceso requiere de creciente financiamiento

externo e interno. En este contexto debe desarrollarse el mercado financiero. Por un lado, garantizar mediante diferentes instrumentos financieros liquidez oportuna y barata y, por otro, el gobierno debe movilizar créditos internacionales.

NOTAS

¹ El ingreso de pleno empleo es aquel nivel de actividad económica que no detona procesos inflacionarios, o sea, está limitada por NAIRU (tasa de desempleo no aceleradora de inflación, por sus siglas en inglés), inicialmente propuesto por Friedman (1975) a través de la NIRU (tasa no inflacionaria tasa de desempleo, por sus siglas en inglés).

² La tasa de inflación esperada es aquella que garantiza el pleno empleo no acelerador de inflación. La economía mexicana y muchas otras economías del mundo lo han situado en $3 + 0 -$ un por ciento.

³ Esta visión considera que la principal fuente de creación de liquidez es el déficit fiscal financiado por el banco central, véase Graziani, 2003.

⁴ Estos coeficientes fueron calculados a partir de las estadísticas del Banco de México. “Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros. Financiamiento total al Sector Privado no Financiero, Fecha de consulta: 10/04/2024 04:12:10, e Indicadores de oferta y demanda agregadas, Fecha de Consulta 10/04/2024.

BIBLIOGRAFÍA

- Banco de México (2024), *Sistema de Información Económica. Balanza de pagos con base en MBP6 (a partir de 2002)*, en: <https://www.banxico.org.mx/sieinternet/consultar-directoriointernetaction.do?accion=consultarcuadro&idcuadro=ce174&locale=es>, fecha de consulta: 10/04/2024 06:18:22
- Fama, Eugene (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417
- Friedman, Milton (1975), “Unemployment versus inflation? An evaluation of the Phillips curve”, *IEA occasional*, paper, no. 4, London: Institute of Economic Affairs, first published by the Institute of Economic Affairs.
- Graziani, Augusto (2003), *The monetary theory production*, Cambridge University Press.
- Kalecki, Michael (1936), *Ensayos escogidos dinámica de la economía capitalista*, México: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, John Maynard (1936), *Teoría general de la ocupación, El interés y el dinero*, FCE.
- Keynes, John Maynard (1937a), “Alternative theories of the rate of interest, republished”, en Moggridge, D. (Ed.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV, pp. 201 -214), Macmillan, London.

- Keynes, John Maynard (1937b), "The 'ex ante' theory of the rate interest", en Moggridge, D. (Ed.), *The collected writings of John Maynard Keynes* (vol. XIV, pp. 215-223), Macmillan, London.
- Levy Orlik, Noemí (2018), "El crecimiento económico en una encrucijada: exceso de liquidez y escaso financiamiento", en Calva, José Luis (coord.), *Instituciones de Crédito y Financiamiento del Desarrollo*, México: Juan Pablos Editor y Consejo Nacional de Universitarios, en: https://www.consejonacionaldeuniversitarios.mx/?sdm_process_download=1&download_id=1539
- Mott, Tracy (2010), *Kalecki's principle of increasing risk and keynesian economics*. Routledge.
- Steindl, Josef (1945), *Small and big business. Economic problem of the size of the firms*, Oxford: basil blackweel.
- Taylor, John B. (1993), *Discretion vs policy rules in practice*. *Carnegie-Rochester Conference series on public policy*, pp. 195-214.
- Veblen, Thorstein (1904), "Theory of business enterprise".