

El enigma de la mayor liquidez y mayor restricción de financiamiento*

Noemi Levy Orlik

Profesora de la Facultad de
Economía, UNAM.
<<levy@servidor.unam.mx>>

El proceso de desregulación y globalización financiera modificó drásticamente el funcionamiento de las instituciones. Por un lado diversificó las instituciones financieras no bancarias, así como las operaciones del mercado de capitales y, por otro, transformó radicalmente el funcionamiento de la banca. El supuesto detrás de estas modificaciones fue que el fortalecimiento de las instituciones financieras no bancarias otorgaría mayor amplitud y profundidad al mercado de bonos y de capitales, incrementando la liquidez del sistema financiero. Patinkin, 1972, p. 46, señaló que los prestamistas finales tendrían la posibilidad de adquirir títulos del mercado secundario (más líquidos) emitidos por los prestatarios finales, desplegando un proceso de profundización financiera que reduce la presencia de dinero del banco central (aumentó el dinero interno con respecto al dinero externo).

En este contexto se modifica la organización financiera dominante, desmantelándose la estructura financiera basada en el sistema bancario (*crediticio*) (*bank-based system*). Por un lado, aparecieron los non-bank banks, denominadas instituciones financieras de objeto limitado o múltiple” –SOFLES y SOFOMES–, que se asemejan a los bancos en tanto emiten créditos y, se parecen a las instituciones no bancarias, porque no reciben depósitos; se fortalecen los inversionistas institucionales que tienen un papel central en la demanda y oferta de los títulos financieros de largo plazo, resaltando entre otros, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los bancos de inversión. Finalmente, las agencias calificadoras adquieren un papel fundamental, en tanto califican el grado de riesgo de la titularización de los activos, así como de los activos subyacentes, lo cual permite su circulación, otorgando liquidez a los activos ilíquidos. Este proceso tiene como objeto ampliar el monto del financiamiento y reducir su costo.

La consolidación de esta nueva estructura financiera requirió profundos cambios, entre los cuales destacan la desmonetización del oro (1971) que provocó la liberación del dinero de cualquier tipo de mercancía,¹ el debilitamiento de los mercados financieros domésticos y la conformación de un mercado financiero internacional, con reducido control gubernamental. Estos cambios garantizaron la libre movilidad del dinero y la autonomía de los intermediarios financieros en la selección de sus portafolios financieros.

En este trabajo se argumentará que las nuevas estructuras financieras ampliaron la liquidez, acompañada de una creciente especulación financiera que redujo el financiamiento al sector productivo. Nuestra hipótesis es que la desregulación y la globalización del financiamiento aumentaron la liquidez, generando mayores riesgos crediticios que mo-

* Este trabajo se realizó en el marco del proyecto de Investigación “Estructuras Financieras y financiamiento para el desarrollo”, financiado por PAPIIT; UNAM. Agradezco a Gary Dimsky por los comentarios hechos a una versión anterior a este trabajo.

¹ Debe resaltarse que la producción aurea no fue una limitante a la expansión del dinero, en tanto, los bancos no requieren recursos reales para acomodar la demanda de créditos. Robinson (1956, p. 32) señaló que si la geología está limitada, los bancos tienen la facultad de adicionar dinero a la economía.

dificaron el destino del financiamiento, contrayéndose los montos de recursos canalizados al sector productivo, lo que afectó principalmente a los países en vía de desarrollo. Específicamente, en estas economías tuvo lugar un aumento de liquidez acompañado de una reducción del financiamiento total al sector privado no financiero, de lo que se desprende que se requieren instituciones financieras públicas para canalizar el financiamiento no sólo a la producción sino también al consumo y la vivienda (los dos destinos principales del financiamiento en el período neoliberal).

Este trabajo se divide en tres secciones: en la primera se analizan las condiciones de los mercados en el período posterior a la caída del Sistema Bretton-Woods; en la segunda se realiza una discusión detallada de los principales cambios institucionales del sistema financiero mexicano y sus efectos sobre el financiamiento del desarrollo. Finalmente se exponen las principales conclusiones del trabajo.

Las nuevas condiciones del mercado financiero

La desregulación y la globalización financiera modificaron el funcionamiento del mercado de capitales, incrementó su movimiento y aparecieron (o se reeditaron) nuevas operaciones financieras (véase Russell, 2008). De acuerdo a Minsky (1991), la emisión de acciones en los mercados financieros actuales no dominó las operaciones financieras, ni tampoco financió los gastos de inversión (no empata las deudas de largo plazo con las utilidades) ni equilibró las hojas de balance de las corporaciones financieras y no financieras. El movimiento de capitales se realiza vía la titularización de los activos e instrumentos derivados.

El argumento central de Minsky (1991) es que se crean instrumentos financieros sobre la base de activos subyacentes (titularización de activos), cuya función es adelantar liquidez de activos ilíquidos vía su circulación en el mercado, compartiendo los rendimientos (y los riesgos de impago). A partir de los contratos financieros que se basan en precios variables (tasas de interés, tipo de cambio, precios de mercancías estandarizadas, etcétera) se derivan nuevos instrumentos (derivados) para neutralizar el riesgo por las posibles variaciones de dichos precios.² A partir de lo anterior, este autor concluyó que las innovaciones financieras generan financiamiento a la producción y asumen los riesgos adyacentes de éste; y, a su vez, un movimiento cíclico de la economía.³

Debe advertirse que, en el período de regulación financiera, la titularización de activos y los instrumentos derivados no eran funcionales, porque la tasa de interés (determinada por la banca central) y el tipo de cambio eran relativamente estables y, los precios de mercancías estandarizadas no estaban expuestos a movimientos de capitales.⁴ En este contexto, cualquier variación de precios era asumida por el sector público porque el endeudamiento externo se realizaba entre entidades gubernamentales; el gobierno era el

² Minsky (1991), argumenta la titularización de los activos y los derivados garantizan la endogeneidad del dinero en el período de globalización financiera.

³ Este planteamiento ha sido criticado por Lavoie 2001, Toporowski, 2008 y Levy, 2008.

⁴ El precio de las mercancías estandarizadas dependían de los costos de producción generándose poco movimiento en los mercados de valores relacionados a estos productos.

mayor garante de préstamos (banca de desarrollo, fideicomisos de desarrollo públicos, etcétera), y, a su vez, el mayor generador de gasto (déficit público por gasto de capital). Por consiguiente, las variaciones de la tasa de interés y el tipo de cambio no generaron riesgos crediticios al sector privado.

Inversamente, en el período posterior al rompimiento del Sistema Bretton Woods, la tasa de interés se convirtió en el principal instrumento del Banco Central y la estructura del tipo de cambio fija se volvió flexible. Consecuentemente, la variación de estos precios fueron la base de las pérdidas y ganancias del capital y, a diferencia del período anterior, fueron asumidas fundamentalmente por agentes privados (Eatwell y Taylor, 2000), convirtiéndose en los principales riesgos ligados al crédito.

El Banco Central modificó la prioridad de sus funciones y redujo la importancia de su función relativa a crear condiciones estables para el crecimiento económico y se concentró en controlar la inflación.⁵ En los países en vía de desarrollo, ello provocó un cambio drástico en el comportamiento del Banco Central, en tanto que debió renunciar a una de sus funciones fundamentales del período de regulación, que fue garantizar recursos para el financiamiento del desarrollo, vía financiamiento directo o políticas selectivas de crédito, lo que se tradujo en la desaparición de los fideicomisos de desarrollo público, las políticas de canalización crediticia y la reducción de la importancia de la banca de desarrollo. Ello implicó que las instituciones públicas dejaran de fungir como garantes crediticios de sectores productivos y sociales 'prioritarios'. Específicamente, en el período de desregulación y globalización, el Banco Central contrajo el crédito interno neto y cambió su composición, concentrándose en estabilizar las hojas de balance de los intermediarios financieros y, en asumir su función de prestamista de última instancia. Adicionalmente, se privatizó la economía para limitar aún más la demanda de financiamiento público, y el déficit fiscal se limitó a una proporción determinada del producto. De hecho, la banca central adquirió autonomía del poder gubernamental.

Debe resaltarse que bajo las nuevas estructuras financieras, el principal instrumento de política monetaria se desplazó del control de los agregados monetarios hacia la determinación de la tasa de interés (véase Smithin, 2006) y el dinero se tornó endógeno (Blinder 1998 y Bindseil, 2004), aunque mantuvo su condición de neutralidad (Lavoie, 2004). En otras palabras, la tasa de interés se volvió una variable monetaria,⁶ determinada por el Banco Central, postura que Keynes (1937) y, especialmente de los economistas heterodoxos (véase Parguez y Seccareccia, 2000), enarbolaron previamente, empero, su prioridad fue controlar la inflación. En este nuevo contexto, la variabilidad de la tasa de interés tiene la función de estabilizar el crecimiento económico.

En este nuevo entorno, se modificó el funcionamiento de la banca. Específicamente no tuvieron como única característica crear activos (emitir créditos) y mantenerlos en sus hojas de balance hasta redimirse (Kregel, 2008A). La titularización de los activos permitió

⁵ Le-Heron (2005) llama la atención que los bancos centrales adoptaron diferentes posturas. Por ejemplo, el banco central de Estados Unidos mantiene el compromiso de un crecimiento estable entre sus objetivos.

⁶ Debe resaltarse que Wicksell, un economista de inicios del siglo xx, también postuló que el Banco Central determina la tasa de interés, por consiguiente era monetaria, teniendo como principal diferencia que debía converger con la tasa de interés natural o de equilibrio, o sea, el dinero era eminentemente neutral. Véase, para una discusión extensa, Solís, 1999.

a estas instituciones 'crear y distribuir' los activos ilíquidos entre los diversos intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) reduciendo los riesgos para las instituciones emisoras; no obstante, aumenta la inestabilidad global del sistema financiero. Este proceso se denomina titularización (o bursatilización) de la deuda.

De acuerdo al Banco de México (2007), esta innovación financiera requiere agrupar activos que generan flujos con características similares, los cuales son transferidos a un fideicomiso que, para efecto legal, se constituye en una entidad separada de la que los otorgó originalmente. Por su parte, el fideicomiso emite instrumentos de deuda que tienen como garantía a dichos activos, cuyos flujos son utilizados para dar servicio a los pasivos correspondientes. Normalmente, este esquema aísla la capacidad de pago de los activos subyacentes de la calidad crediticia de la entidad que los originó.

Las nuevas operaciones financieras y la desregulación bancaria fusionó la banca comercial con la de inversión, desapareciendo la segmentación financiera (Russell, 2008), diversificando la actividad bancaria (titularización de activos, creación de instrumentos derivados, y tenencia temporal y definitiva de bonos gubernamentales, así como la creación de activos), lo cual, a su vez, amplió las fuentes de rendimientos bancarios. Lavoie (2003) enfatiza que los bancos comerciales, como cualquiera otra empresa, tiene como objetivo maximizar sus ganancias, lo cual realiza diversificando sus actividades, sin que ello modifique su habilidad en la creación de dinero y satisfacción de la demanda crediticia de agentes y proyectos solventes, asimismo, siguen siendo tomadores de precios (de la tasa de interés determinada de la banca central). En principio las nuevas actividades bancarias debían incrementar las utilidades de la banca y, también, reducir los riesgos asociados a la tenencia de sus activos, sin afectar su capacidad de otorgar créditos.

Sin embargo, la conversión de los bancos en 'creadores' y 'distribuidores' de activos cambio las bases de la evaluación de la solvencia de los prestatarios y declinó la canalización de recursos hacia actividades productivas. En relación al primer elemento, la emisión de créditos conlleva dos tipos de incertidumbre (micro y macro económicos) que determinan la solvencia de los prestatarios (Rochon, 2006). La incertidumbre microeconómica está relacionada con la evaluación de los proyectos respecto a la generación de rendimientos cuya función es destruir (redimir) las deudas contratadas para la realización de los mismos. Si las empresas no generen los rendimientos esperados por una mala administración o por menores ventas de las esperadas, no podrán cubrir los compromisos de las deudas pendientes, generando un quebranto a la banca. Por su parte, la incertidumbre macroeconómica está relacionada con la previsión futura de la demanda efectiva y el ciclo de negocios, así como el nivel futuro de las tasas de interés, determinada por la banca central. Por consiguiente una política monetaria restrictiva puede provocar incumplimiento de pagos que desequilibra las hojas de balance de las instituciones bancarias, independiente de la generación de los rendimientos esperados, lo cual desemboca en una restricción de créditos.

En el período de regulación, la evaluación de la solvencia de los prestatarios se desarrolló vía una estrecha relación entre ejecutivos bancarios (y comisiones crediticias) y empresarios para compartir la información sobre los proyectos de las empresas y evaluar (bajo las condiciones imperantes o previstas) la generación de utilidades. Incluso los banqueros actuaron como consejeros (miembros de la juntas de gobiernos de las grandes empresas o en estrecha relación con los dueños de empresas pequeñas y medianas)

permitiendo evaluar el riesgo moral de los prestatarios, minimizando la incertidumbre microeconómica. A su vez, el riesgo macroeconómico era reducido porque el movimiento de capitales era limitado, por consiguiente, no había fuertes variaciones de la tasa de interés ni del tipo de cambio (asumidos constantemente), por tanto, también la incertidumbre macroeconómica estaba limitada.

Las prácticas de titularización de activos anuló la relación cercana entre los ejecutivos bancarios y los empresarios (Pollack y García, 2004), reemplazándose por modelos de probabilidades de riesgos. Bajo las nuevas las prácticas de titularización, los fideicomisos [entidades con fines específicos, SPE (por sus siglas en inglés), Special Purpose Entities; Kregel, 2008, p. 11], emiten sus propios títulos con el objetivo de ‘comprar’ los activos bancarios, así como los riesgos crediticios, los cuales son transferidos a inversionistas y otros intermediarios financieros. Estos pasivos (al igual que los activos subyacentes) requieren un grado de inversión para circular en el mercado financiero, otorgado por agencias calificadoras. Nótese, bajo estas condiciones la evaluación de solvencia de los prestatarios se desplaza de los bancos hacia las agencias calificadoras que carecen de información sobre los prestatarios y de los proyectos que evalúan, generando números con base en algoritmos que representan una probabilidad estadística de riesgos, Kregel (2008). La confianza y el conocimiento sobre los prestatarios es reemplazada por la historia crediticia previa de los solicitantes de créditos con base en la cual se extrapola su comportamiento. Incluso este mismo autor señala que la debilidad de la determinación de la solvencia se incrementó por la falta de transparencia de las agencias calificadoras. Kregel se refiere a la falta de ética de instituciones debido que no revelaron la información de los activos subyacentes (véase Kregel, 2008, p. 13).

Esta práctica modificó el destino de los créditos y redujo los niveles de confiabilidad para ser considerados agentes solventes. En el periodo de desregulación y globalización se desplazó el destino del financiamiento desde las empresas hacia el consumo y la vivienda. Las micro, pequeñas y medianas empresas se volvieron agentes no solventes (inelegibles para obtener créditos) en tanto sus activos reales no tienen un mercado secundario amplio que pudiera otorgar liquidez a sus activos. Se incrementó el crédito hipotecario porque sus activos subyacentes tienen un amplio mercado secundario, por consiguiente pueden asumir la función de colaterales. A su vez, las familias fueron acreedoras de financiamiento para el consumo porque son créditos de corto plazo que tienen menores riesgos debido a su rápida recuperación.

El nuevo destino de los créditos fue acompañado de prácticas especulativas al incrementar los créditos (hipotecarios⁷ y de consumo) sin previo análisis de la capacidad de pago de las familias. Las instituciones crediticias ampliaron sus créditos, incluso a familias no solventes, en tanto, el riesgo de impago es distribuido al conjunto de las instituciones financieras (bancarias y no bancarias).

La titularización de las deudas permite retirar los créditos de activos de las hojas de balance bancarias, transformándolos en vehículo de inversión de propósito especial.

⁷ Los *subprime* se distinguen porque los prestatarios tienen mala historia crediticia; *ALTA*, son aquellos que no cumplen con los mínimos de ingreso o sus empleos no son seguros; y los *piggy backs* son aquellos créditos que se otorgan para pagar el enganche de la vivienda (es crédito sobre crédito a realizar). Mayores referencias Guttman, 2007.

Esta práctica separa el origen de las actividades financieras (créditos y actividades financieras) de los emisores, permitiendo que en el corto plazo obtengan el valor presente de los flujos esperados que generan los activos correspondientes que tienden a ser relativamente ilíquidos. Adicionalmente, se aísla la capacidad de pagos de los activos subyacentes de la calidad crediticia de las entidades financieras que las originó (Banco de México, 2008, p. 41). La gran debilidad de este sistema es que el fortalecimiento de las entidades individuales desestabiliza el conjunto del sistema financiero, en tanto los riesgos de los activos subyacentes así como los riesgos de impago se diseminan por el conjunto del sistema financiero.

Las SOFOLES y SOFOMES juegan un papel central en la profundización de la titularización de activos cuyos pasivos monetizan los bancos, debido a que emiten créditos sin generar depósitos, lo cual aumenta los pasivos de las instituciones con fines específicos, así como la diseminación de los riesgos., siendo avalados por instituciones de carácter semipúblico en el caso de los créditos hipotecarios (bancos de desarrollo hipotecarios: Fannie Mae y Freddie Mac; mayores referencias Guttman, 2007).

En este contexto adquieren importancia los inversionistas institucionales cuya función es comerciar con estos nuevos instrumentos financieros y adelantar liquidez de los activos no líquidos. Los fondos de pensiones, las compañías de seguros y, especialmente, los bancos de inversión (ligados o no a la banca comercial) recolectan ahorro de los agentes vendiendo pasivos de las entidades con objetivo específico SPE, con altos niveles de riesgos de impago, aunque sujetos a rápidas ganancias financieras.

Este proceso es viable sólo en un contexto de inflación financiera. Toporowski (2000), señala que el mercado financiero en períodos de gran movimiento de capital genera un proceso de inflación financiera, provocado por mayores inlfujos financieros al mercado de capitales en relación a los reflujos (salidas de capital o monetización de los títulos financieros). Aumenta el precio de mercado de los títulos financieros por encima del precio de los activos en libros (reales) y, a diferencia de los precios de los bienes y servicios, incrementa aún más la demanda de estos instrumentos, aumentando la capitalización de las empresas (valor financiero de las empresas). Ello genera un círculo vicioso que atrae crecientemente más capital al mercado financiero, incrementa la riqueza financiera, acelerando la inflación financiera. Se inhibe la monetización de la deuda para fines productivos, o sea la valorización de las corporaciones es independiente al monto de producción y gasto de inversión. La mayor riqueza financiera puede activar la demanda de bienes finales o de activos que puedan titularizarse (e. j. casas), desviándose el financiamiento de la liquidez.

Resumiendo, los bancos comerciales pueden ampliar los créditos siempre y cuando el precio de los títulos financieros aumente y la economía se encuentre en expansión. Este proceso debe ser avalado por una política monetaria que mantenga estable el tipo de cambio y la tasa de interés a fin de reducir los riesgos relativos a la expansión del crédito y se realice el pago de los créditos a los tenedores de dichos activos (inversionistas institucionales). Llama la atención que la inflación financiera tiene un límite que depende de la repartición de las ganancias entre los sectores empresariales y los dueños de capital, el cual debe estar acompañado de una reducción de sueldos y salarios. Por consiguiente, el incremento de liquidez y la neutralización de los riesgos crediticios vía la titularización de los activos y la generación de títulos derivados, deterioran la evaluación de la solvencia de los acreedores, expandiendo el volumen de créditos por encima de niveles

prudenciales a fin de aumentar las ganancias financieras, generándose una nueva forma de especulación financiera.

Cambios institucionales del sistema financiero mexicano y su efecto sobre el financiamiento de la inversión

Las condiciones dominantes del período de industrialización por sustitución de importaciones fueron la regulación del sistema financiero y productivo, con una estructura financiera basada en el sistema bancario, donde la banca de desarrollo y los fideicomisos de desarrollo con apoyo del Banco Central (retuvieron los bonos emitidos por estas instituciones) permitieron desplegar una política monetaria que garantizó los recursos financieros necesarios para el crecimiento y el desarrollo económico de ‘ciertos’ grupos sociales y sectores productivos, siendo los instrumentos más relevantes el encaje legal y, en general, las políticas de selección crediticia (véase Sánchez Lugo, 1976). En ese período no hubo restricción crediticia.

El encaje legal garantizó que los créditos se canalizaran a los sectores prioritarios de la economía para maximizar el crecimiento económico (no las ganancias) y, aseguró la destrucción de deudas, vía los depósitos obligatorios que la banca comercial debía realizar en el Banco Central. Quijano (1981), resalta que en México el encaje legal se utilizó de manera no convencional, en tanto, su principal objetivo fue direccionar los créditos a los sectores productivos prioritarios, financiar el gasto público, o sea, destruir la liquidez creada por el sector público.

El creciente financiamiento público se canalizó a la producción y la inversión, creándose un círculo virtuoso de mayores deudas, ingreso y cancelación de las deudas, vía la política de encaje legal que garantizó la estabilidad financiera del proceso de crecimiento económico. Entre finales de la Segunda Guerra Mundial y los últimos años de la década de 1960, en un ambiente de crecimiento económico acelerado, no hubo crisis financieras por incumplimiento de pagos. Por consiguiente, la intervención pública no indujo riesgos morales ni incertidumbres microeconómicas (no hubo problemas de insolvencia de los prestatarios), y las instituciones financieras (especialmente públicas) pudieron sobreponearse a la información asimétrica y canalizar recursos a prestatarios carentes de historiales crediticios (no elegibles para las instituciones financieras privadas) y de activos (que funcionarían como colaterales de los créditos), sin eventos considerables de carteras vencidas. El sector financiero tampoco fue sujeto a incertidumbre macroeconómica.

Debe resaltarse que los déficit gemelos de 1970 (público y externo) no estuvieron directamente relacionados a la expansión del financiamiento público. Con respecto al déficit público, éste fue inducido por la inestabilidad financiera internacional (relacionado al rompimiento del Sistema Bretton Woods) que provocó un aumento de la tasa de interés mundial, incrementando la carga de los mismos en el endeudamiento público. Asimismo, el Banco Central simplificó el encaje legal a fin de convertir la banca especializada en universal, imponiéndose una sola tasa, independientemente del tipo de préstamos, localización de los bancos, etcétera. Adicionalmente, los bancos comerciales, aprovechando la coyuntura de especulación financiera internacional debilitaron el encaje legal (aconsejaron a los agentes privados reducir los depósitos en moneda nacional), y operando en el mismo

sentido la internacionalización de las sucursales mexicanas en el exterior, que permitió captar dinero en moneda extranjera, no sujeto a encaje legal. Este conjunto de hechos redujeron los depósitos obligatorios de los bancos comerciales en el Banco Central, cayó el ahorro financiero, lo cual impidió equilibrar el ingreso con el gasto público, generando crecientes déficit públicos y presiones alcistas sobre la tasa de interés, lo cual provocó una fuerte salida de capitales de la economía mexicana. El menor ahorro financiero fue acompañado de reducción de ingresos del sector público, porque las empresas controladas por el Estado mantuvieron inalterados el precio de sus mercancías para neutralizar las presiones inflacionarias provenientes del incremento de los precios externos, reduciendo el ingreso público.

Con respecto al déficit externo, se debe señalar que éste fue resultado de una combinación de altos precios de bienes importados, creciente volumen de importaciones debido al mayor coeficiente de inversión (dominado por bienes de capital importados) provocado por la segunda etapa del proceso de industrialización por sustitución de importaciones (industrialización pesada), iniciada a mediados de los años de la década de 1960, así como por la reducción de las exportaciones a los países industrializados (debido a la profunda recesión de los inicios de los años de la década de 1970). Finalmente, debe agregarse que se revirtieron los términos de intercambio favorables a los países en desarrollo (cayeron los precios de los bienes primarios: agrícolas y energéticos). La gran restricción del modelo económico latinoamericano fue que la industrialización por sustitución de importaciones mantuvo la *inelasticidad* del precio-demanda de las importaciones y la *elasticidad* demanda-ingreso de las exportaciones (Prebisch, 1949). Ello implica que los desequilibrios externos se resuelven vía drásticas recesiones económicas, teniendo reducidos efectos las devaluaciones del tipo de cambio sobre la composición, el volumen de importaciones y exportaciones.

En concatenación a los eventos mundiales, los cambios del sistema financiero mexicano iniciaron en 1970 y estuvieron ligados a la desregulación bancaria. En dicho año se legalizó la conformación de grupos financieros que, posteriormente, se organizaron en una banca universal (en 1974 se promulga la ley y en 1976 entra en efecto), lo que debilitó la regulación gubernamental, simplificándose el esquema de las reservas bancarias que en 1989 fueron revocadas (al igual que las políticas selectivas de créditos). Ello otorgó libertad a los bancos comerciales en las decisiones relacionadas a la emisión de créditos (volumen y destino).

Los resultados de la desregulación del sistema bancario no provocaron una expansión crediticia estable. El Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés, Bank of International Settlement) promulgó una regulación que obligó a los bancos comerciales reservar un monto equivalente a 8% de sus activos totales, lo que provocó un aumento de créditos, los cuales fueron relacionados a las crisis de los países en desarrollo de los años de la década de 1990 (crisis del Tequila, Zamba, Sudeste de Asia, Rusia, Turquía, etcétera). La respuesta del BIS fue ponderar los riesgos de los activos, adjudicando mayor riesgo a los créditos, con base en el mismo monto de reservas (8% de los activos). Esto obligó a los bancos a aumentar más que proporcionalmente las reservas por emisión de créditos bancarios (en relación a otros activos bancarios), estimulando las prácticas de titularización de activos, lo cual, modificó el destino del crédito y el volumen.

El segundo cambio institucional relevante estuvo ligado a incrementar la profundidad del mercado financiero. En 1978, por primera vez se emitieron bonos del tesoro (Certi-

ficados de la Tesorería-CETES), volviéndose comerciables en 1981; en 1982 se modificó el fondeo del financiamiento público, ampliándose la emisión de bonos gubernamentales (financiamiento bursátil neto gubernamental). En 1984, se limitó la contribución del crédito interno neto a 1% del ingreso del presupuesto público, generando un aumento de la circulación de los bonos públicos. El supuesto detrás de esta política fue que la reducción de la emisión de dinero del Banco Central (dinero externo o base monetaria) contraería la inflación, profecía que no se cumplió (la inflación se disparó en los años de la década de 1980). El principal resultado de estos cambios institucionales fue que los bonos gubernamentales dominaron el mercado financiero, los cuales fueron adquiridos mayoritariamente por los bancos (se convirtió en una de las principales partidas de los activos de la banca universal) y, posteriormente, por otras entidades financieras no bancarias (fondos de pensiones en 1997), volviéndose una fuente de ingreso importante para los intermediarios financieros, libre de riesgos.

En este mismo contexto, se debe incluir el fortalecimiento de los inversionistas institucionales cuyo objetivo fue profundizar y ampliar los mercados primarios y secundarios por el lado de la demanda y la oferta. Los fondos de pensiones públicos se privatizaron en 1991 y, en 1997, las AFORES y las SIEFORES entraron en operación. También se ampliaron las corporaciones privadas (emisoras de acciones) como consecuencia de la privatización de las principales empresas públicas (el ejemplo más emblemático en México fue TELMEX). A su vez, la privatización de servicios públicos activó a las compañías de seguros, especialmente las relacionadas a la salud; y el TLCAN impuso en México las instituciones financieras dominantes de la organización financiera de Estados Unidos, específicamente las SOFOLES y SOFOMES.

El proceso de globalización financiera fue el tercer cambio institucional de gran envergadura que atrajo flujos de capital externo que, en vez de financiar la inversión, fue una de las principales fuentes de ganancias financieras, vía movimientos de la tasa de interés y el tipo de cambio, que desembocaron en la crisis de 1994, detonada por el reflujo de capitales externos, que provocó una fuerte devaluación del tipo de cambio, acompañada de crecientes tasas de interés. La gran vulnerabilidad externa amplió las operaciones con derivados (*swaps*, futuros, coberturas, etcétera), presente desde los años de la década de 1980, convirtiéndolas en una actividad importante de la banca universal mexicana.

Finalmente, también como resultado del TLCAN y la crisis económica de 1994, se acrecentó el número de los sectores receptores de inversión extranjera directa que se extendió hasta la estructura bancaria mexicana, extranjerizándose prácticamente todos los bancos domésticos, sin modificarse radicalmente su concentración, manteniendo los tres bancos más grandes el control de los activos del sector bancario (véase Levy y Girón, 2005). El control gubernamental del sector financiero se mantuvo limitado.

Específicamente, las SOFOLES, que se crearon en 1993 y entraron en operación en 1997, incrementaron su importancia a partir de 2001 con la puesta en operación de los certificados bursátiles. Estas instituciones pudieron emitir bonos en el mercado de capitales accionarios y otorgar créditos, elevándose la participación de los certificados bursátiles. En 2006, aparecen las SOFOMES (instituciones financieras de objetivo múltiple) cuyo propósito central fue competir con los bancos universales, beneficiándose con la menor

regulación bancaria, debido a que no son dependientes de los bancos.⁸ En 2007, estaban operando 17 SOFOMES no reguladas y 39 SOFOLES, concentradas en el financiamiento hipotecario y de actividades financieras empresariales.

Las estadísticas a diciembre de 2007, indican que las SOFOLES y SOFOMES y OACS (otras organizaciones de créditos) representaron 4% del total de recursos administrados por el sector financiero, teniendo los bancos universales la mayor participación (54%) incluyendo los reportos, seguidos en orden de prelación por las SIEFORES (13%), las Sociedades de Inversión (12%), la banca de desarrollo (8%), las Aseguradoras (6%) y, las Casas de Bolsa (3%), véase, Banco de México 2008, p. 90.

A partir de lo anterior podemos señalar que entre las décadas de 1970 y 1990, el sistema financiero se modificó drásticamente, adecuándose a las tendencias internacionales, restando determinar su impacto en el financiamiento al desarrollo.

Con respecto a las nuevas operaciones financieras, como se señaló anteriormente, las operaciones con derivados empezaron a operar desde los ochenta, constriñéndose a las operaciones bancarias,⁹ y la titularización de los activos apenas inició en 2001 con la aparición de los certificados bursátiles. Las autoridades estatales y municipales fueron las primeras que utilizaron las prácticas de titularización de activos (siendo los activos subyacentes más comunes los impuestos, peaje de carreteras, etcétera); las entidades financieras también utilizaron estos instrumentos, específicamente los bancos comerciales, aunque en pequeñas cantidades. Banco de México (2007) señala que al año 2006, la emisión de bonos bursátiles acumuló un monto de 113 441.3 millones de pesos (1.2% del PIB), de los cuales 61 539 millones de pesos fueron colocados por el sector privado (22.5% del total de la circulación de bonos privados). En la titularización de “Otros bonos públicos” destaca la emisión de bonos bursátiles con base en peaje de carreteras concesionadas que, a noviembre de 2006, ascendió a un monto de 24 357.2 millones de pesos, de los cuales 15 771.1 corresponden al sector privado y el resto (8 561.1) a agentes municipales y locales.

Con respecto a la titularización relacionada al financiamiento hipotecario, el Banco de México reporta que, a diciembre de 2006, INFONAVIT emitió 11.2 miles de millones de certificados de la vivienda (Cedevis), mientras las SOFOLES emitieron 18.7 miles de millones de bonos respaldados por hipotecas (Borhis). De incluirse los créditos puentes, los instrumentos financieros de la SOFOLES relacionados a la titularización bonos representa 22%, véase RFS, 2006, Banco de México, 2007, p. 107.

La actividad creciente de las SOFOLES está avalada por la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), acompañada de una sociedad privada, denominada la Sociedad Hipotecaria Total (SAPI de CV-HiTo, Hipotecaria total). La primera (SHF) es una institución pública de carácter provisional (programada, inicialmente, a desaparecer en octubre 2009) cuyo objetivo es conformar un mercado financiero hipotecario robusto, confiriendo dos tipos de garantías: *a*) una relacionada al crédito hipotecario o garantía por incumplimiento (GPI) que cubre hasta 35% en primera pérdida por cada crédito hipotecario, *b*) garantías financieras parciales o garantías de paquete oportuna a emisiones en otros valores que cumplan con

⁸ El Banco de México reconoce que es muy difícil identificar los lazos patrimoniales entre las SOFOLES o SOFOMES y la banca (Banco de México, 2007, p. 110).

⁹ El Mercado de Derivados (MEXDER) apareció sólo desde 1997.

ciertas características. Adicionalmente, la SHF aumenta la liquidez de los bonos (Borhis), participando directamente en el mercado secundario mediante la creación de 'formadores de mercado'. Por su parte, la HiTo se formó en 2006, como una sociedad anónima, que provee servicios financieros a las SOFOLES para que emitan directamente financiamiento hipotecario. La HiTo proporciona una plataforma que permite realizar una conexión integral entre el financiamiento hipotecario y el mercado de capitales, a fin que las Borhis sean creadas simultáneamente con la emisión de financiamiento (mayores referencias, Banco de México, 2007, p. 108).

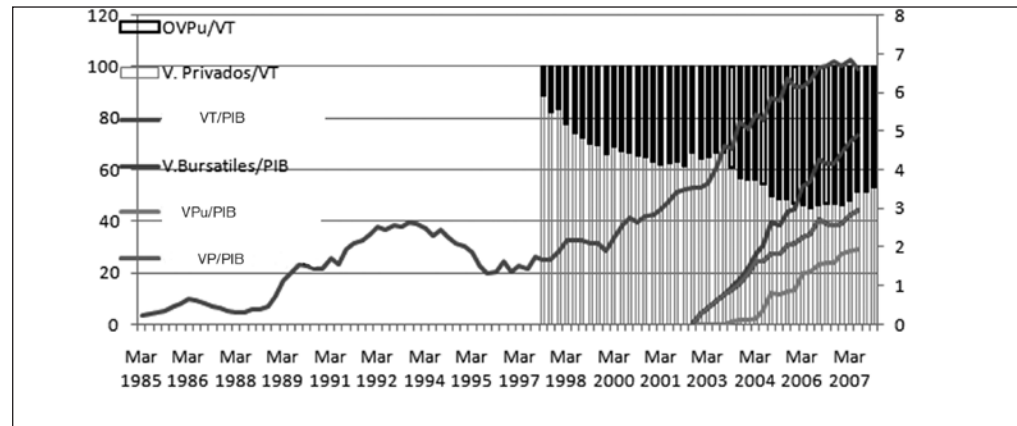
Las nuevas instituciones financieras conjuntamente con las técnicas de titularización, aunque no están relacionadas a la ampliación del financiamiento para al crecimiento económico, profundizaron el funcionamiento del mercado de capitales. Entre 1985 y el tercer trimestre del año 2001, el total de bonos en circulación no relacionados a la política monetaria ("otros bonos públicos" y bonos privados) representaron 1.5% al PIB, alcanzando un máximo de 2.8% y un mínimo de 0.21 por ciento.

Entre el cuarto trimestre de 2001 y el cuarto trimestre del año 2007, la media del total de bonos en circulación con respecto al PIB fue de 5.3%, con un máximo de 6.7%, dominando los valores privados con una tendencia descendente, véase gráfica 1. A su vez, los valores bursátiles promedian 2.5% del PIB, con un máximo de 4.9%, y una participación mayor del sector privado (1.7% en promedio, con un mínimo de 0% y un máximo de 2.9%) con respecto al sector publico (media de 0.8% y un máximo de 1.9%) aunque los valores bursátiles públicos tiene un crecimiento más acelerado, véase gráfica 1.

A partir de las observaciones anteriores, se puede señalar que los nuevos arreglos institucionales introdujeron las nuevas operaciones financieras, las cuales, aunque incrementaron la liquidez, no desencadenaron un aumento de financiamiento; y pese a que el sector

Gráfica 1
Circulación de valores privado y publicos

V: valores
 OVPu/T: otros valores públicos;
 VT: total de valores; VBPri: valores bursátiles privados;
 VBPU: valores bursátiles públicos; PIB: producto interno bruto
 Funete: cálculos propios, en base a información del Banco de México



privado tomó el liderazgo de las operaciones de titularización de los activos, su crecimiento fue débil, reduciendo su participación a favor del sector público.

El efecto de los cambios institucionales y la ampliación del mercado financiero sobre el financiamiento del sector privado no financiero mexicano fue bastante peculiar. Tuvo lugar una caída del financiamiento al sector privado no financiero con relación al PIB en términos absolutos, véase gráfica 2. Entre el cuarto trimestre de 1994 (justo antes de la crisis financiera) y el año 2000, pasó de 54 a un poco más de 20%, estacionándose con pequeñas

variaciones en ese nivel, repuntando entre 2005 y 2007, para alcanzar apenas un máximo de 27%; o sea, el financiamiento al sector privado no financiero con respecto al PIB se redujo casi a la mitad.

El cambio más asombroso ocurrió en la composición del financiamiento doméstico, particularmente en el crédito bancario. Entre diciembre de 1994 y 2002 éste cayó de una proporción de 40 a 10% con respecto al PIB, reduciendo su participación en 75% en tan sólo ocho años. En 2005, inició un proceso de recuperación que alcanzó un máximo de sólo 16% del PIB (2007). Estos datos evidencian que la banca mexicana no regulada por el Estado y sin contrapesos del sector público (banca de desarrollo) redujo su emisión crediticia. Como era de esperarse, el sector más afectado por la caída del crédito bancario son las micro, pequeñas y medianas empresas, las cuales se volvieron agentes no solventes para la banca. Las nuevas técnicas de análisis de solvencia excluyeron la presencia de estos prestatarios (para mayores referencias véase los resultados de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio).¹⁰

De los intermediarios financieros no bancarios, el financiamiento más dinámico al sector privado no financiero, provino de INFONAVIT, seguido por las demás instituciones financieras no bancarias (INB), véase gráfica 2, con un claro liderazgo de las SOFOLES y una baja participación de los intermediarios financieros no bancarios tradicionales (compañías de factoraje, uniones de crédito, sociedades de ahorro y préstamos-SAPs). Debe resaltarse que aunque aumentó el financiamiento de las instituciones no bancarias domésticas, éstas no fueron capaces de revertir la caída del financiamiento al sector privado no financiero.

Por su parte, los instrumentos financieros no bancarios (donde predomina la emisión de acciones y bonos) también crecieron, aunque fue reducido su impacto en el financiamiento total al sector privado no financiero, véase gráfica 2.

Debe resaltarse que INFONAVIT, es una institución de carácter social (financiado por los trabajadores, el gobierno y las empresas), la cual fue sometida a fuertes modificaciones para convertirse en la institución financiera más dinámica del sistema financiero mexicano, con fuerte apoyo público, y en una banca de desarrollo (que es una institución pública). Ello indica que una de las instituciones más dinámicas en la generación de financiamiento, en el periodo analizado, debió ser avalada por una política gubernamental, no pudiendo asumir dicha función el sector privado. Por su parte, la gran apuesta del nuevo modelo financiero fue la participación del financiamiento externo, el cual se mantuvo relativamente constante (con respecto al PIB) aunque su composición sufrió drásticas modificaciones, perdiendo importancia los bonos colocados en el mercado externo (sin considerar los pasivos de Pemex por concepto de PIDIREGAS-Proyectos de Infraestructura Productiva de Largo Plazo con Impacto Diferido en el Gasto), volviéndose relevante el financiamiento externo directo, lo cual, refleja la creciente importancia de la inversión extranjera directa, que también contabiliza el financiamiento directo de las multinacionales a proveedores domésticos.

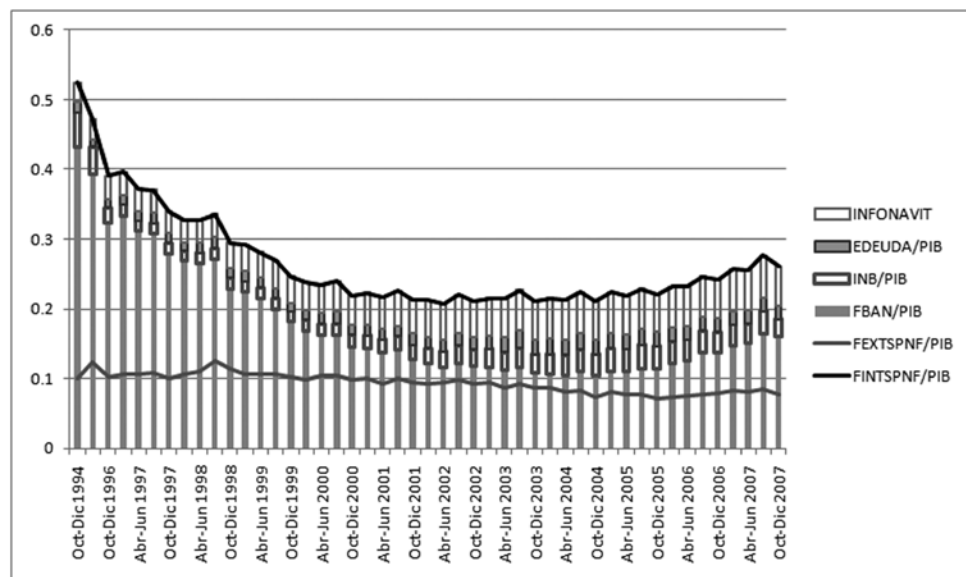
Finalmente, respecto a los principales destinatarios del financiamiento al sector privado no financiero, encontramos que dicha posición es mantenida por la actividad empresarial (incluye empresas y familias con actividades empresariales) aunque, como se señaló anteriormente, fue la más afectada. Entre 1994 y 2000 tuvo un descenso de 20 puntos porcentuales; sigue en importancia el financiamiento a la vivienda, ocupando un alejado

¹⁰ Véase, www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/estadisticas/financBalanInterFinan/financBalanInterFinan.html.

Gráfica 2

Financiamiento al sector privado no financiado según emisor

INFONAVIT: financiamiento del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores. EDEUDA: Emisión de deuda (acciones y bonos); INB: Instituciones no bancarias; FBAN: Financiamiento bancario FEXTSPNF: Financiamiento emitido por entidades extranjeras; FINTSPNF: Financiamiento emitido por instituciones domésticas PIB: Producto Interno Bruto Fuente: elaboración propia con base a información del Banco de México

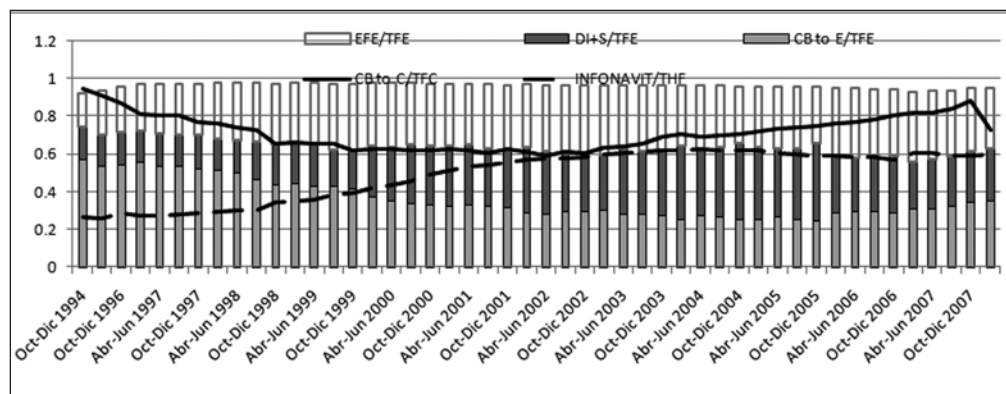


tercer lugar el financiamiento al consumo, pese a tener un fuerte dinamismo en los últimos años, lo cual refleja la creciente caída de los salarios y sueldos en el ingreso total. En otras palabras, la creciente desigualdad del ingreso en contra de los sueldos y salarios obligó al sistema financiero emitir mayor financiamiento al consumo a fin de realizar la producción, el crecimiento económico fue dinamizado por la construcción.

Gráfica 3

Financiamiento al sector privado no financiero según actividades

CB to C: crédito comercial al consumo en relación al financiamiento al DI&S; emisión de deudas y acciones en la relación al financiamiento de las empresas; EFE: financiamiento externo a las empresas en relación al financiamiento total a las empresas; CB to E: crédito bancario a la actividad empresarial en relación al financiamiento total a las empresas. Fuente: elaboración propia con base en información de Banco de México



La actividad empresarial se financia principalmente por flujos externos, seguidos por instrumentos de deudas y emisión de acciones, con una caída muy drástica del crédito bancario, véase gráfica 3, lo que implica que la micro, pequeña y mediana industria, cuya producción satisface al mercado interno, se quedó sin financiamiento. Las empresas beneficiarias del financiamiento externo y doméstico, son las grandes empresas y las triple A, evidenciándose un proceso de oligopolización productiva, ligadas a las empresas exportadoras.

El financiamiento hacia a la vivienda es liderado por INFONAVIT que contribuye más que las otras instituciones financieras bancarias y no bancarias, véase gráfica 3. En 1994, los créditos hipotecarios provenientes de la banca representaron alrededor de 70% del financiamiento total del sector, reduciéndose a 20% entre 2004-2005, incrementando a 31%, en 2007. Las SOFOLES proveyeron, en promedio, sólo 20% del financiamiento de la vivienda. A partir de lo anterior es posible inferir que, aunque la banca redujo su participación en

Bibliografía

- Banco de México (2007), "Reporte sobre el sistema financiero, 2006", www.banxico.org
- (2008), "Reporte sobre el sistema financiero, 2007", www.banxico.org
- Bindseil, U. (2004), "Monetary Policy implementation. Theory-past-present", Oxford University Press.
- Blinder A. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press,
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk*, Edit. The New Press, Nueva York, E. U.
- Guttman R. (2007), "The Collapse of Securitization: From Subprimes to Global Credit-Crunch", *La Lettre de CEPN*, núm. 2, Centre d'Economie de l'Université, Paris, Nord pp. 1-14.
- Keynes J. M. (1937), *Alternative theories of the rate of interest, republished in Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol XIV, D. Moggridge (editor), Macmillan, Londres, 1973, pp. 201 -214.
- Kregel, J. (2008), *Minsky's cushions of safety, Systemic Risk and the Crisis in the U. S. Subprime Mortgage Market Public Policy Brief*, núm. 93, App. 1-7.
- (2008), *Minsky's cushions of safety Systemic Risk and the Crisis in the U. S. Subprime Mortgage Market, Public Policy Brief* núm. 93, 2008, The Levy Economics Institute of Bard College, www.Levy.org, pp. 1-30.
- Lavoie, M. (2003), "A primer on endogenous Credit-Money", en *Modern Theories of Money*, Rochon, L. P. y S. Rossi (editors), Edward Elgar, 2003, pp. 506-543.
- (2004), "The new consensus on monetary Policy seen from a Post-Keynesian perspective", en Lavoie, M. y M. Seccareccia (eds), *Central banking in the Modern World: Alternative perspectives*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 15-34.
- y M. Secarrecia (2001), "Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link?", en *Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy. The economic legacy of Hyman Minsky*, volumen II, editado por Ricardo Bellofiore y Piero Ferri, Edward Elgar, Cheltenham UK, Northampton, MA, E.U., 2001 , pp. 76-96.
- Le-Heron E y E. Carre (2005), "Credibilidad, confianza e inflación" en *Inflación, crédito y salarios: Nuevos enfoques de la política monetaria para mercados imperfectos*, G. Mántey y N. Levy (editoras), Porrúa, UNAM, 191-224.
- Levy N. (2008), "Instituciones financieras para el desarrollo económico: Comparación del periodo de "sustitución de importaciones" y el "secundario exportador" en *Cinuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México (1958-2008)*, Mantey M.G. y N. Levy (editoras), capítulos 6, en prensa.

los créditos hipotecarios, INFONAVIT pudo revertir esta tendencia. De hecho el financiamiento de la banca y las instituciones no bancarias a la vivienda tuvo lugar como un añadido al de INFONAVIT (*piggy-backs*).

El financiamiento al consumo provino fundamentalmente de los créditos bancarios que controlan el casi 90% del financiamiento de dicha actividad, véase gráfica 3; siguiendo en importancia las SOFOLES y las tarjetas bancarias. A partir de lo anterior podemos señalar que los bancos incrementaron fuertemente la emisión de tarjetas (6.1 millones de tarjetas en 2001 y 25.3 millones en 2008, de acuerdo con información del portal de CONDUSEF). Ello indica que en este rubro no se hizo un análisis adecuado de solvencia, previa entrega de las tarjetas de créditos, lo cual se explica por los altos ingresos por comisiones y otros ingresos y, especialmente, por las brechas financieras (en 2008 las tasas de créditos en promedio oscilaron alrededor de 36%, sin incluir comisiones e IVA, véase, Tasas de interés, Banco de México).¹¹

El impacto del dinamismo del financiamiento a la vivienda y al consumo sobre la crisis financiera y recesión económica mexicana han sido diferente al que tuvo lugar en las economías desarrolladas. Por un lado, no se observa un exceso de emisión crediticia (*boom crediticio*), y, por otro, los créditos hipotecarios (la porción más dinámica del financiamiento) debido a que fueron otorgados a trabajadores suscritos a INFONAVIT no generaron insolvencia de tipo microeconómica, por consiguiente, variaciones en las condiciones de empleo (o salarios) son los elementos que provocaran el quebranto en las instituciones financieras. En este contexto, a diferencia de las economías desarrolladas, la insolvencia de los créditos no genera recesión económica; señalándose una causalidad contraria. Específicamente, la crisis financiera está relacionada a la caída del ingreso y, principalmente al desempleo de los prestatarios; no a excesos crediticios.

Conclusiones

Los sistemas financieros transitaron desde un esquema regulado con reducido movimiento de capitales, financiamiento mayoritariamente público y bajos riesgos crediticios, hacia un sistema financiero desregulado y globalizado que traspasó la función de financiamiento al sector privado con altos riesgos crediticios que se desplegó vía innovaciones financieras.

En el nuevo esquema institucional el incremento de la liquidez no estuvo estrechamente ligado a los gastos productivos, sino al incremento de la valorización de los instrumentos financieros, o sea a la especulación. En este contexto, aparece la primera gran paradoja de las nuevas estructuras financieras: gran cantidad de títulos financieros sujetos a ser monetizados no se convirtieron en financiamiento para el sector privado no financiero. Se redujo la demanda de créditos de agentes solventes, o sea, de prestatarios con activos sujetos a la titularización.

¹¹ Véase, www.banxico.org.mx/polmoneinflacion/estadisticas/tasasInteres/tasasInteres.html

- (2008), *Minsky's Financial Instability Hypothesis in the new financial institutional framework. What are the lessons for developing countries?*, en prensa.
- y A. Girón (2005), *México: los bancos que perdimos. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*, Grupo Edición, Instituto de Investigaciones Económicas y Facultad de Economía, 130 páginas.
- Minsky H. (1991), "The endogeneity of Money", en *Nickolas Kaldor and mainstream Economics*, E. Nell & W. Semmler (editors), St. Martin's press, pp. 207-220.
- Parguez A. y M. Seccareccia, "The credit theory of Money: the monetary circuit approach", en *What is money?*, Smithin J (editor) Routledge, Canadá y the E.U., 2000, pp. 101-123.
- Patinkin, D. (1972), 'Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory', en *Studies in Monetary Economics*, Nueva York: Harper y Row.
- Prebisch R. (1949), "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas", *Trimestre Económico*, vol. XVI, núm. 63.
- Pollack M. y A. García (2004), "Crecimiento, competitividad y equidad: Rol del sector financiero", *Serie Financiamiento del desarrollo*, CEPAL, Unidad de Estudios Especializados, noviembre, pp. 1-81.
- Quijano J. M. (1981), *México: Estado y Banca Privada*, CIDE Ensayos, México Russell.
- Sánchez Lugo, L. (1976), *Instrumentos de Política Monetaria y Crediticia* (coordinado) Fondo de Cultura Económica, México, pp. 369-387.
- Rochon, L. P. (2006), "Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and a return to Horizontalist Roots" en *Complexity, endogenous money and macroeconomic theory*, M. Setterfield (coordinator), Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham. pp. 170-186.
- Russell, E. (2008), *New Deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*, Nueva York, Routledge.
- Smithin J. (2006), "The theories of Interest Rates" en P. Arestis y M. Sawyer (eds), *A Handbook of Alternative Monetary Economics*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 273-290.
- Solis, R. (1999), "*Banca central y tasas de interés: un ensayo sobre las teorías de Wicksell, Thornton y Hawtrey*", Universidad Autónoma Metropolitana e Instituto Politécnico Nacional", México.
- Toporowski J. (2000), *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy.
- (2008), *Minsky's "induced investment and business cycles"*. *Cambridge journal of economics*, núm. 5, pp. 725-738.

Por consiguiente, el financiamiento se canalizó mayoritariamente al consumo y la vivienda, limitando los recursos al sector empresarial; consecuentemente, una segunda aseveración es que la innovación financiera no está ligada a la producción sino a la realización de las ganancias y a la riqueza financiera de los agentes.

La especulación financiera se presentó bajo nuevas formas. Operó a través de la titularización de activos e instrumentos derivados, cuyo resultado fue reducir el riesgo de las corporaciones individuales incrementando el riesgo global de la economía, independientemente del financiamiento del sector productivo. La especulación financiera estuvo ligada a un incremento continuo de los precios de los títulos financieros que incrementó la riqueza financiera y canalizó el financiamiento hacia sectores cuyos activos estaban ligados a mercados secundarios (vivienda). Agentes desprovistos de activos con mercados secundarios se volvieron prestatarios insolventes (empresas). En este contexto se modifica el funcionamiento de las instituciones de créditos tradicionales (banca) y se amplían y diversifican las instituciones ligadas al mercado de valores.

El sistema financiero de economías en desarrollo (particularmente en México) presentó varias peculiaridades. Primero, debilitó la estructura bancaria sin lograr fortalecer las instituciones financieras alternativas, generándose una restricción crediticia (diferente a un racionamiento de créditos), que da lugar a reducción del financiamiento en relación al PIB. Ello se explica con base al débil desarrollo (no consolidación) del mercado de capitales en las economías en desarrollo, de lo que se desprende que la inflación financiera no estuvo relacionada a las operaciones domésticas, sino que dependió del movimiento de capital externo, lo cual provocó una restricción crediticia no sólo a la industria, sino al conjunto de la economía.

Un elemento adicional es que la nueva estructura financiera indujo un sistema de especialización financiera; a nivel de sector bancario: créditos al consumo y de las instituciones financieras no bancarias (INFONAVIT y SOFOLES), crédito hipotecario, limitando la competencia. La banca se especializó en el financiamiento al consumo, las instituciones no bancarias se concentraron en los créditos hipotecarios, liderados por INFONAVIT que se distingue por ser una institución que no es privada; el financiamiento externo junto con la emisión de bonos y acciones se destinó al financiamiento de las empresas grandes y triple A, limitando los recursos crediticios a las micro, pequeñas y medianas empresas.

Finalmente, la gran paradoja del sistema financiero mexicano es que el sector público, de manera indirecta, siguió siendo el principal propulsor del financiamiento de la vivienda. Una institución financiera no bancaria de carácter social fue la más dinámica en el crecimiento del financiamiento al sector privado no financiero. Esto tiene muchas implicaciones, siendo la más relevante, que el gobierno tomó la decisión política de dinamizar el financiamiento en el período de desregulación y globalización. Ello implica que el gobierno puede replicar esta decisión para dinamizar el crecimiento productivo de otros sectores, especialmente, los ligados a la producción que, por un lado, pueden ampliar el mercado interno y, por otro, el empleo.