

Indicadores financieros: ¿ha ido México en la dirección correcta?

DOI: 10.32870/mycp.v11i32.355

Pablo Pineda Ortega*

Abstract

This essay studies the recent performance of the Mexican economy focus in several relevant indicators, testing the success of the strategy in base of such indicators. Likewise, the Mexican performance is seen with the reference of other Latin American countries, evaluating some important differences among them. Finally, several judgments are suggested in order to explain such performance.

Resumen

En este trabajo se analiza el comportamiento reciente de la economía mexicana a la luz de los indicadores financieros más relevantes, evaluando el éxito de la estrategia en función de tales indicadores. Asimismo, se revisa la evolución de los mismos en otros países de la región para tenerlos como referencia, y se emiten algunos juicios explicativos del desempeño económico mexicano con sus lados fuertes y sus limitaciones.

Palabras clave: liberalización financiera, desempeño económico, México.

Introducción

A principios de los años setenta McKinnon y Shaw plantearon un nuevo paradigma sobre el importante papel que cumple el sistema financiero, así como las reformas que deberían realizarse en él para mejorar la eficacia de su función. En lo sustantivo, se proponían liberalizarlo, esto es, eliminar la *represión* que tenía para mejorar el proceso de asignación del ahorro entre los agentes económicos, así como para elevar también el nivel de tal ahorro. A la postre las reformas propuestas se implementaron en un gran número de países, y en un

* Profesor-investigador del Departamento de Estudios Ibéricos y Latinoamericanos de la Universidad de Guadalajara; miembro del SNI.

número importante de ellos condujeron —junto con otros factores— a crisis financieras de distinta magnitud. Lo anterior, más que conducir al abandono del nuevo paradigma propició ajustes al mismo pues se sostuvo, y con razón, que las crisis de referencia se habrían producido mayormente por lo que la literatura denomina *inadecuado proceso de liberalización financiera*, más que por la ineficacia *per se* de tales reformas.

De manera sintética, la racionalidad de las reformas sostenía que la liberalización de los agentes financieros y la de sus procesos incrementaría la competencia, lo que en el sector bancario tendería a reducir los *spreads* entre las tasas activas y pasivas, y en el mercado de capitales permitiría reducir los costos del financiamiento a las firmas, así como ampliar el número de instrumentos y la rentabilidad de las inversiones.

Lo cierto es que las historias de éxito de las economías emergentes con elevadas tasas de crecimiento económico han combinado, además de la instrumentación en grado variable de las políticas de liberalización financiera, estrategias consistentes de promoción económica que reconocen el positivo papel que un intervencionismo público focalizado puede aportar (French Davis, 2005).

En ese orden de ideas, el artículo analiza cómo no obstante la consistencia mantenida por México en las políticas de liberalización financiera, continúa presentando tasas mediores de crecimiento, mismas que se pueden explicar, en consecuencia, por la ausencia de una sólida política de promoción industrial que estimule una mejor asignación del ahorro al sector productivo, sin que esto implique desalentar los incentivos

no obstante la consistencia mantenida por México en las políticas de liberalización financiera, continúa presentando tasas mediores de crecimiento

del mercado. Se sostiene, en resumen, que la experiencia mexicana evidencia cuan insuficientes son las estrategias de liberalización financiera para la consecución de tasas sostenidas de crecimiento del producto, pero que las mismas, adecuadamente instrumentadas, sí pueden contribuir a dicha meta. Se subraya la palabra *adecuadamente* porque la instrumentación de las reformas liberales en el subcontinente, con su excesivo énfasis en las metas financieras también ha obrado en el pasado reciente en contra del crecimiento al privilegiar, por ejemplo, los equilibrios fiscales y la contención inflacionaria.

De este modo, en el siguiente apartado se analiza el comportamiento reciente de indicadores financieros clave de México *vis a vis* con otros países latinoamericanos, para analizar en la tercera sección cómo esta evolución ha resultado insuficiente para alcanzar un crecimiento sostenido mediante una mejor canalización del crédito. Finalmente, en las conclusiones se presenta una visión de conjunto de las tesis principales del trabajo.

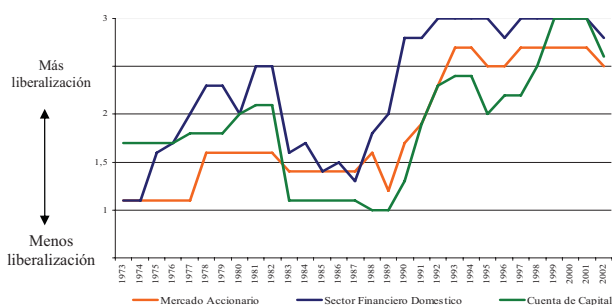
Entorno macroeconómico e indicadores financieros

Ya se mencionó que las políticas de liberalización financiera en América Latina tuvieron importantes errores de instrumentación, lo que implicó reajustes en la estrategia. En particular, el hecho mismo de la rectificación de los procesos de liberalización financiera en la región (precisamente por las gravosas consecuencias de sus crisis) se puede apreciar en la gráfica 1, si bien, como también ahí se registra, ya al final de la década de los ochenta y a lo largo de la siguiente se retomó el proceso ahora con renovados esfuerzos. Los planos generales de tales reformas —como se ve— abarcaron al sector financiero doméstico (eliminación a los topes a las tasas de interés en la banca, desaparición de los cajones de crédito preferente, entre otros), al mercado de capitales (mejoría en la regulación prudencial y supervisión de los intermediarios, facilidades para que las medianas empresas puedan participar, mayores exigencias sobre los reportes financieros de los emisores, entre otros) y la cuenta de capitales de la balanza de pagos (liberalización de la misma para permitir el libre flujo de inversión de cartera y menores exigencias para la inversión extranjera directa, entre otros).

Para el caso de México, sus autoridades financieras han sostenido (Banxico, 2006) que la adecuada instrumentación de la política pública en materia económica y financiera —expresada esta última en la citada liberalización financiera— ha conducido a un más sano desarrollo de sus mercados financieros. En particular, se ha señalado que un entorno macroeconómico estable, junto con un adecuado marco legal y de incentivos han contribuido a este logro, que se expresa en aspectos tales como menores tasas de interés, una mayor profundización financiera, mayores recursos financieros para el sector privado y desarrollo de los inversionistas institucionales, así como en un financiamiento al sector privado en mejores términos y condiciones. Estos indicadores en su conjunto son justamente los que el paradigma de la liberalización financiera busca promover, pero también sostiene que, como

consecuencia de ellos, se habría de generar una más alta tasa de crecimiento, circunstancia que no se ha presentado en México. En esta sección se analiza la razonablemente positiva evolución de estas variables financieras en los años recientes.

Gráfica 1
Aumento de la liberalización financiera finales de los ochenta.
América Latina: índices de la liberalización financiera por sector



Países latinoamericanos: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El valor 1 significa represión, 2 liberalización parcial, y 3 liberalización completa. Las figuras corresponden a valores de final del mes.

Fuente: Banco Mundial, *Whither capital markets in emerging economies?* 2002.

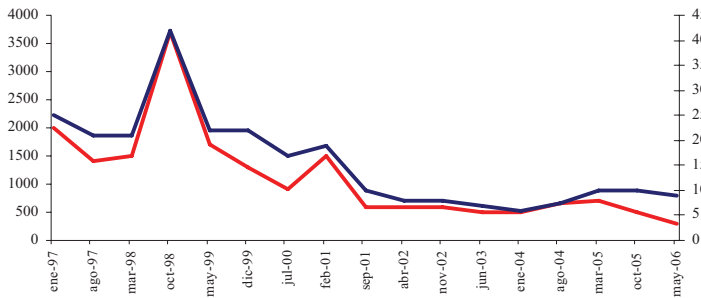
Las tasas de interés

La favorable evolución de las tasas de interés en el país en los últimos 10 años se aprecia en la gráfica 2, donde se registra el comportamiento de uno de los bonos líderes en los mercados financieros mexicanos, que muestra a partir de mayo de 1998 una caída sostenida, si bien con los altibajos naturales de todo indicador financiero. La gráfica muestra asimismo cómo esta caída también ha permitido reducir la brecha que dicho título tiene respecto a su equivalente en Estados Unidos, expresado en puntos base,¹ lo que significa desde luego que la comunidad financiera global le otorga mayor confianza al país, lo que influye en la reducción del costo del crédito.

1. Cien puntos base equivale a un punto porcentual de tasa de interés.

Nótese sin embargo en la gráfica 3 que la región latinoamericana también ha mostrado una tendencia favorable desde, cuando menos, el año 2005, por lo que la circunstancia mexicana no es en modo alguno excepcional, aunque la gráfica 4 evidencia que aun dentro de la región hay comportamientos diferenciados donde México presenta, junto con Chile, un muy buen desempeño. Es justo decir que este comportamiento va a tono con lo sostenido por la autoridad financiera mexicana en torno a los sólidos fundamentales alcanzados en los años recientes, tal y como se aprecia en el cuadro 1; de él obsérvense dos datos: el promedio de la inflación en Latinoamérica en los últimos tres años (2004: 6.0%, 2005: 6.3% y 2006: 5.2%) en los que México se compara favorablemente (4.7, 4.9 y 3.6, respectivamente),² y el peso que representa la deuda pública como porcentaje del producto en la región en los mismos años (44.6, 42.1 y 41.1) rubro en el que nuevamente México muestra un desempeño más favorable (23.0, 22.4 y 23.3).

Gráfica 2
Evolución tasas de interés.
Tasa de interés de Cetes a 91 días y diferencial México-BEUE
(por ciento anual; puntos base)



Diferencial México-BEUE 91 días* (eje izquierdo).

Cetes a 91 días.

*Diferencial en puntos base entre el Treasury Bill y los Cetes a 91 días.

Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

2. En su *Informe anual* el banco central del país precisa que en 2006 la inflación ascendió a 4.2%.

Cuadro 1
América Latina: principales indicadores financieros

	2003	2004	2005	2006		2003	2004	2005	2006
	PIB (tasa interanual) (b)					DEUDA PÚBLICA (% PIB) (b)			
América Latina (a)	2,3	6,3	4,5	5,3	América Latina (a) (c)	54,4	49,6	42,1	41,1
Argentina	8,8	9,0	9,2	8,5	Argentina	141,0	125,7	70,7	...
Brasil	0,5	5,7	2,9	3,7	Brasil	57,2	51,7	51,5	50,0
México	1,4	4,2	2,8	4,8	México	24,7	23,0	22,4	23,3
Chile	3,9	6,0	5,7	4,0	Chile	13,3	10,7	7,2	5,3
Colombia	4,0	4,9	4,7	6,8	Colombia	50,9	46,4	46,5	...
Venezuela	-7,7	18,3	10,3	10,3	Venezuela	56,9	53,3	48,2	...
Perú	3,8	5,2	6,4	8,1	Perú	47,7	44,3	37,7	32,7
Uruguay	2,5	12,0	6,6	7,1	Uruguay	108,3	100,7	83,8	...
	IPC (tasa interanual)					Balanza cuenta corriente (% PIB)			
América Latina (a)	10,9	6,0	6,3	5,2	América Latina (a) (c)	0,8	1,4	1,8	1,9
Argentina	14,9	4,4	9,6	10,9	Argentina	6,1	2,3	3,1	3,8
Brasil	14,8	6,6	6,9	4,2	Brasil	0,8	1,7	1,6	1,3
México	4,6	4,7	4,0	3,6	México	-1,5	-1,0	-0,6	-0,2
Chile	2,8	1,1	3,1	3,4	Chile	-1,5	2,2	1,1	3,6
Colombia	7,1	5,9	5,1	4,3	Colombia (c)	-1,7	-0,9	-1,5	-1,7
Venezuela	31,4	21,7	16,0	13,7	Venezuela	13,4	15,3	22,3	19,5
Perú	2,3	3,7	1,6	2,0	Perú	-1,7	0,0	1,4	2,6
Uruguay	19,4	9,2	4,7	6,4	Uruguay (c)	0,5	0,3	0,2	0,0
	Saldo presupuestario (% PIB) (b)					Deuda externa (% PIB) (b)			
América Latina (a) (c) -2,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	América Latina (a) (c)	46,7	39,9	27,5	24,2
Argentina 0,4	2,6	1,8	1,8	2,6	Argentina	119,8	112,5	62,5	51,4
Brasil -3,6	-2,5	-3,1	-3,2	-2,6	Brasil	40,1	28,9	19,2	...
México -0,7	-0,3	-0,1	0,1	-0,5	México	22,1	20,4	16,8	...
Chile -1,4	2,4	4,7	8,0	3,2	Chile	54,8	45,9	37,8	32,9
Colombia (c) -2,6	-0,6	-0,5	-0,9	-0,6	Colombia	44,9	40,2	31,3	...
Venezuela (c) -4,3	-2,7	2,6	-3,6	-0,1	Venezuela	48,3	43,1	39,8	31,7
Perú -1,8	-1,3	-0,7	1,3	-2,2	Perú	48,3	44,8	36,1	30,4
Uruguay -4,6	-0,9	-0,5	-0,8	-0,8	Uruguay	98,0	87,6	68,6	...

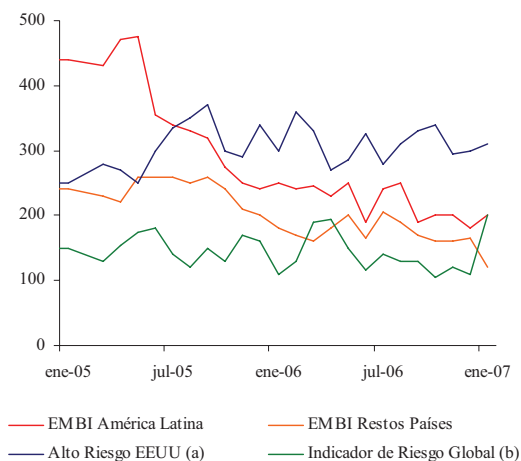
a. Agregado de los ocho países representados.

b. Los datos de PIB de Chile y Brasil han sido revisados de acuerdo con el cambio de metodología que ha tenido lugar en de marzo de 2007 en ambos países. Las ratios de saldo presupuestario, deuda pública y deuda externa no incorporan aún la revisión de las series del PIB.

c. 2006 estimado.

Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

Gráfica 3
Diferenciales de tipos de interés e indicador del riesgo global



- a. Bono calificación B1.
- b. Volatilidad implícita en opciones del CBOE.

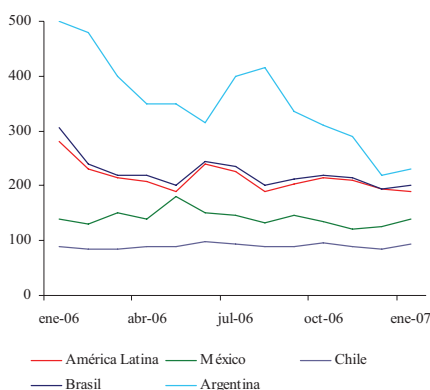
Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

Específicamente, la evolución reciente de la tasa inflacionaria de países selectos de América Latina, así como de todo el subcontinente aparece en la gráfica 5, y nuevamente aparece la consistencia de México y Chile, donde se aprecia, incluso, un breve proceso deflacionario en este último país en 2004. Bajas tasas inflacionarias en mercados en los que sus procesos de liberalización financiera han alcanzado cierta madurez³ permiten alcanzar tipos de interés reales estables, positivos y no muy elevados, tal y como los que presentan, una vez más, México y Chile en la gráfica 6, si bien para el caso mexicano su propia banca central (Banxico, 2007: 55 y 56) reconoce que los diferenciales entre las tasas activas y pasivas aun son altos.⁴ Como es sabido, una

3. Un mercado financiero maduro es uno que opera de manera eficiente, esto es, aquel en el que la información relevante es conocida con oportunidad por los agentes económicos y en el que, adicionalmente, se dispone de una amplia variedad de instrumentos no sólo para la realización de inversión y el fondeo sino también para la adecuada cobertura ante eventos inesperados.
4. Las razones a las que se lo atribuye son las siguientes: una menor competencia que en otros países tanto en el otorgamiento del crédito como en la captación del ahorro; un riesgo credi-

importante precondition para una exitosa liberalización financiera —que en resumen implica que las tasas de interés se establezcan libremente por los mercados— lo es un presupuesto público equilibrado, no sólo porque así la demanda de fondos prestables por parte del sector público es reducida (con lo que se limitan de manera sensible las distorsiones a los mercados) sino también porque tal equilibrio otorga mayor certidumbre sobre la evolución económica futura de un país, y se alienta así el ingreso de mayores montos de ahorro exterior. Lo cierto es que el financiamiento a México del exterior, como se aprecia en la gráfica 8, no ha sido excesivo en los últimos años, lo que desde luego reduce la vulnerabilidad del país ante procesos de inestabilidad financiera global.

Gráfica 4
Diferenciales de tipos de interés frente a bono estadounidense



Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

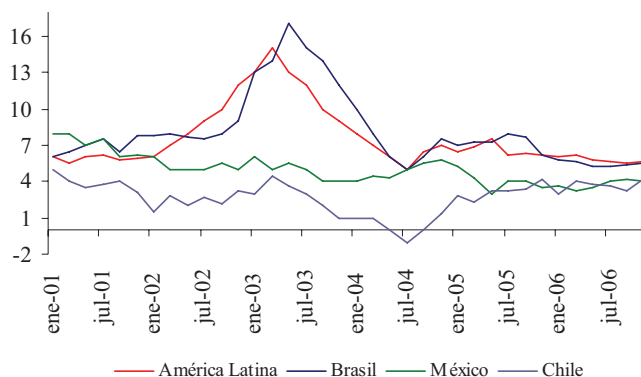
La profundización financiera

El incremento del ahorro financiero en una economía es sin duda un objetivo importante porque, entre otras cosas, permite que los agentes no tengan que tomar decisiones más costosas y menos eficientes para financiarse. Tal es el caso, por ejemplo, cuando las empresas deben buscar alternativas de fondeo

ticio relativamente mayor; un costo más elevado para la recuperación de créditos problemáticos; un menor nivel de bancarización y, finalmente, un mayor costo regulatorio (ídem).

entre sus proveedores y clientes que les implica aceptar costos de insumos más altos en el primer caso, o conceder descuentos en el segundo, que minan su rentabilidad.⁵ En el mismo sentido, un bajo nivel de ahorro financiero acentúa las diferencias entre pequeñas y grandes empresas, pues éstas pueden financiarse en los mercados institucionales, incluso del extranjero, mientras que las pequeñas se ven limitadas para acceder a ellos.

Gráfica 5
Tasa de inflación

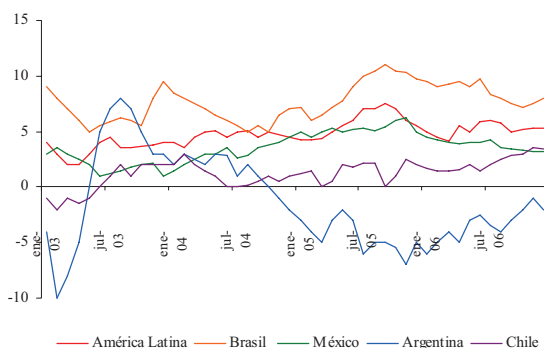


Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

En ese orden de ideas, hay una abundante literatura que documenta la positiva correlación entre el incremento del nivel de ahorro financiero (que optimiza la intermediación del ahorro haciendo más eficiente la economía) con la elevación de las tasas de crecimiento del producto. Baste señalar que durante los noventa el crédito al sector privado, como porcentaje del PIB, en América Latina sólo representó 28%, y más en general, la capitalización de mercado de la bolsa y el crédito total como porcentaje del PIB sólo ascendió a 48% (Jeanneau, 2007).

5. En los primeros años de esta década alrededor de dos tercios de la inversión total de las empresas se financiaba por medios ajenos al sistema financiero institucional (Pronafide, 2002: 49).

Gráfica 6
Tipos de interés reales



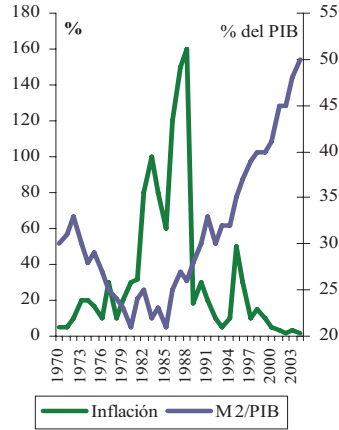
a. Tipo de interés a corto plazo menos tasa de inflación

Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

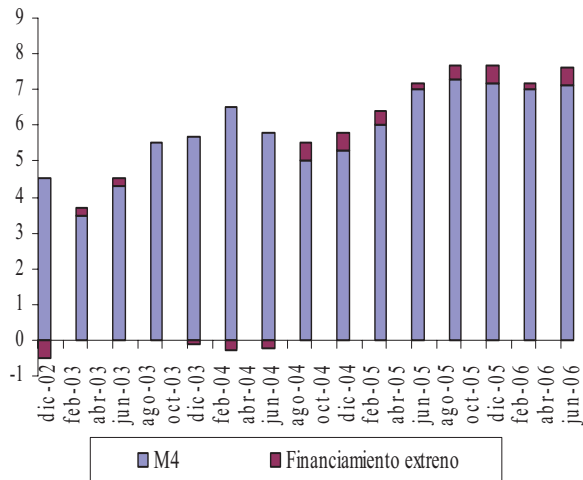
Las gráficas 7 y 8 presentan, respectivamente, la positiva evolución del ahorro financiero (que muestra una señalada relación inversa con la tasa inflacionaria)⁶ en los últimos lustros, y la relativamente pequeña participación del ahorro externo en los últimos años en los flujos de financiamiento total. En particular, la evolución que presenta la primera gráfica está asociada a un comportamiento económico más eficiente, pues la intermediación del ahorro lo determinan los mercados; no es casual, por ello, que la elevación de fondos prestables se exprese —como se revisó en el punto anterior— en una sostenida caída de las tasas de interés reales. La segunda gráfica por su parte no denota, como antes se mencionó, un nivel de ahorro externo significativo que pudiera resultar preocupante para la estabilidad financiera del país. El hecho mismo de que las tasas de interés mantengan niveles relativamente bajos en el país —considerando que se encuentra liberalizada la cuenta de capitales— denota que los inversionistas globales no perciben mayores riesgos en la canalización de su ahorro a México. Más aún, aunque con un sostenido déficit de cuenta corriente, en los últimos cuatro años (véase cuadro 1) su monto como proporción del PIB está acorde con los ingresos de capital a corto y mediano plazos.

6. En periodos de elevada inflación los agentes buscan protegerse del deterioro que se produce por el constante incremento de precios y recurren por ello, con mucha frecuencia, a inversiones ineficientes tales como la compra de bienes duraderos, con lo que se reduce el monto del ahorro canalizado a las instituciones financieras.

Gráfica 7
Ahorro financiero e inflación
(saldos en por ciento del PIB)



Gráfica 8
Fuentes de recursos financieros
(flujos efectivos anuales en por ciento del PIB)



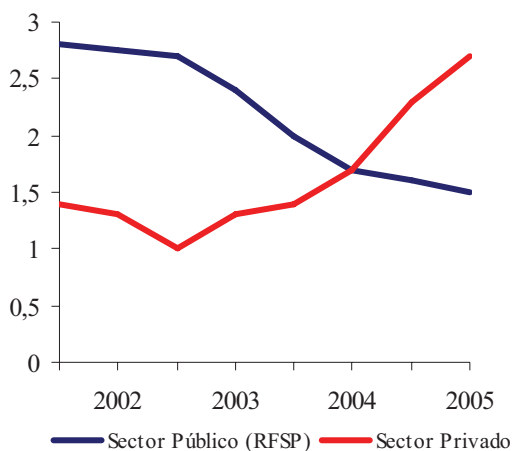
*Incluye público, privado y bancario.

Fuente: Banxico, Estabilidad económica y desarrollo Fuente: Banxico, Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros, octubre 2006.

Mayores recursos financieros al sector privado

Ya antes se señaló que los avances de México en materia de finanzas públicas se han expresado en una sensible disminución de la demanda de recursos financieros internos por parte del erario, lo que al quitar presión sobre el mercado del crédito ha conducido a una reducción de las tasas de interés. Específicamente, mientras que en 2005 los recursos bancarios canalizados al gobierno representaban 18.9% del total de sus activos, para Argentina y Brasil esta proporción equivalía a 53.5 y 30.6%, respectivamente (si bien para el promedio de Sudamérica —excluidos estos países— representó 14.1% (Jeanneau, 2007: 74). El incremento en la canalización de recursos financieros al sector privado derivado de lo anterior se puede apreciar en la gráfica 9, que muestra un punto de inflexión a partir de 2003.⁷

Gráfica 9
Usos de recursos financieros
(Flujos por ciento del PIB)



Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

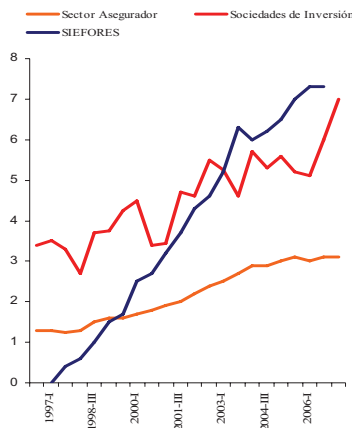
7. Aunque las finanzas públicas sanas fueron alcanzadas desde antes, la sequía del crédito al sector privado tenía que ver asimismo con la decisión de la propia banca de esperar un mejor entorno institucional (alcanzado con modificaciones diversas a la legislación financiera) y un mejor entorno macroeconómico.

Desarrollo de los inversionistas institucionales

La maduración de un sistema financiero⁸ atraviesa necesariamente por el desarrollo de sus agentes, y éste se asocia a las debidas reformas al marco legal que hagan posible la negociación de valores en un esquema de equidad y certeza. Las historias de éxito en este campo, empero, se explican no sólo por disponer de un marco institucional ágil, moderno y tecnificado, sino también y en gran medida por la eficacia de la regulación prudencial y la supervisión. En el ámbito de las finanzas, como en cualquier otro sector económico, la certidumbre que encuentran los agentes en el mercado constituye un elemento clave para la concreción de sus decisiones de inversión.

Además de las reformas a las leyes financieras que regulan la banca y que tienden a equiparar los estándares de su operación y supervisión a la propuesta modelo de los Principios de Basilea II, lo propio se ha buscado en el mercado de valores y recién en 2006 empezó a operar la nueva ley de la materia. Estos avances ya se expresan en el crecimiento sostenido de la inversión institucional en sus tres más representativos sectores, las siefores, las sociedades de inversión y el sector asegurador, pero como se aprecia en la gráfica 10, el desarrollo de éstos ha sido desigual.

Gráfica 10
Inversión institucional en valores (Saldos porcentaje del PIB)



Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

8. Un sistema financiero maduro es más profundo, menos segmentado y más líquido.

Lo anterior se explica en gran medida porque en el país no ha terminado de consolidarse una sana cultura de los seguros (no sólo en el sector empresarial sino también entre las familias), que inhibe el crecimiento de sus inversiones en el sector financiero, pero que igualmente importante y desde cualquier perspectiva internacional, mantiene en porcentajes muy bajos el nivel de cobertura y protección de las empresas. Los fondos de inversión, por su parte, muestran un comportamiento muy volátil que evidencia la aún pobre cultura financiera de las familias, pero que da cuenta también de su limitada capacidad de ahorro. El sector del ahorro para el retiro es el que muestra un crecimiento más consistente debido en gran medida a su carácter obligatorio, y se prevé que continúe creciendo a tasas importantes por la estructura de la pirámide poblacional del país.

No obstante lo anterior y como se aprecia en la gráfica 12, el valor de capitalización del mercado de valores en el país es muy pobre aún, lo que se aprecia asimismo con la reducida proporción respecto del PIB que representan los valores privados en circulación (gráfica 13).

*Financiamiento al sector privado en mejores términos
y condiciones: la agenda pendiente*

La razón fundamental que subyace en todos los procesos de modernización financiera emprendidos en el subcontinente latinoamericano está a tono con la lógica central del paradigma de la liberalización financiera, a saber: un sistema financiero desregulado y moderno permite incrementar el nivel de ahorro, al tiempo que mejora su proceso de asignación a los demandantes del mismo.

La elevación del nivel de ahorro, sin embargo, depende asimismo de factores tales como el nivel de ingreso, la cultura financiera de los agentes, el marco legal e institucional del país (y por ello el ahorro obligatorio a través del sistema de pensiones desempeña un papel fundamental), el grado en que el entorno económico alienta el consumo en detrimento del ahorro (una sobrevaluación real de la moneda, por ejemplo, al abaratar los bienes del resto del mundo, alienta en exceso el consumo) y la manera en que las decisiones públicas inciden para que el ahorro externo que ingresa al país o sea complementario del ahorro local o sea sustituto del mismo⁹. En general, la estructura

9. Durante el *boom* financiero que caracterizó gran parte del primer lustro de los noventa a México, los enormes flujos de ahorro exterior que ingresaron al país fueron utilizados en gran medida para

de incentivos que influye sobre la conducta de los agentes en relación con el ahorro puede ser influenciada por las adecuadas decisiones de política pública, pero es claro también que un intervencionismo público excesivo puede tener efectos indeseados, por lo que se ha insistido en la necesidad de una muy prudente y focalizada participación de la autoridad financiera.

Lo cierto es que el nivel del ahorro en México no se ha incrementado en montos significativos aunque la mejoría en los esquemas de financiación, dentro y fuera de la banca, sí ha favorecido los términos del crédito al sector privado. Desde luego la mayor evidencia de ello se aprecia en los costos del crédito y ya la gráfica 6 da cuenta de las relativamente bajas tasas de interés en México dentro de la perspectiva latinoamericana, mientras que la gráfica 9 muestra la principal consecuencia de ello: flujos crecientes (si bien aún limitados) de recursos al sector privado.

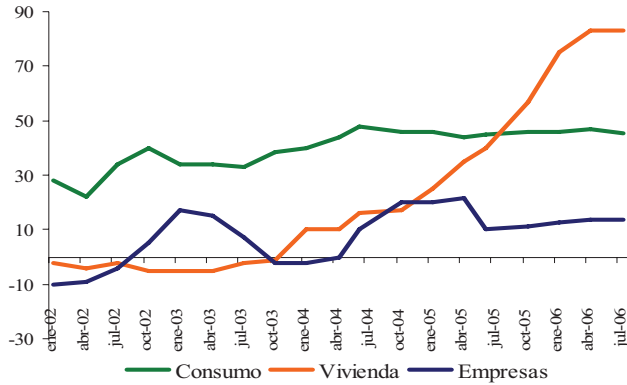
Sin embargo, la evolución del crédito al sector privado no ha sido la óptima por lo que va a sus destinatarios (gráfica 11), y una importante consecuencia de ello es el mediocre crecimiento de la inversión (gráfica 14).

En efecto, el crecimiento de estos flujos al sector privado no ha tenido el comportamiento deseado, en tanto que sólo una proporción de ellos se ha destinado al sector productivo. La intermediación del ahorro al sector de los negocios no ha sido significativa por el lado de la banca, según se aprecia en la gráfica 11, pero tampoco por lo que refiere a la emisión accionaria de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, cuyo número continúa siendo muy reducido (138). Lo anterior se puede apreciar en la gráfica 12, que destaca el raquítico nivel de capitalización que se tiene en México, comparado con el que existe en un número representativo de países; por lo que va a la emisión de títulos de deuda, el escenario tampoco es mejor según se aprecia en la gráfica 13.

La inadecuada canalización del crédito bancario en México, visto en la perspectiva del subcontinente, se aprecia en el cuadro 2, donde se destaca la raquítica proporción del ahorro para el sector productivo en el país, que no representa ni la mitad de la proporción existente en la otra nación estrella en materia de reformas y estabilidad macroeconómica, Chile. La proporción tampoco se acerca a los otros países de la muestra, y es claro que ello no obedece —como antes se señaló— a que el financiamiento al sector empresarial se realice mayormente a través del mercado de capitales.

financiar el consumo —en lugar de la inversión— a través del crédito bancario y, en un entorno institucional laxo y de supervisión ineficiente, sentaron las bases para la crisis de 1994-1995.

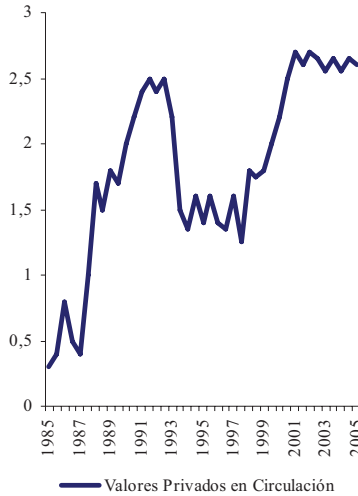
Gráfica 11
Crédito directo vigente otorgado por la banca comercial al sector privado/¹
(Variación % anual)



¹ No incluye cartera asociada a programas de reestructura.

Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

Gráfica 12
Valor de capitalización en 2005
(Por ciento del PIB)



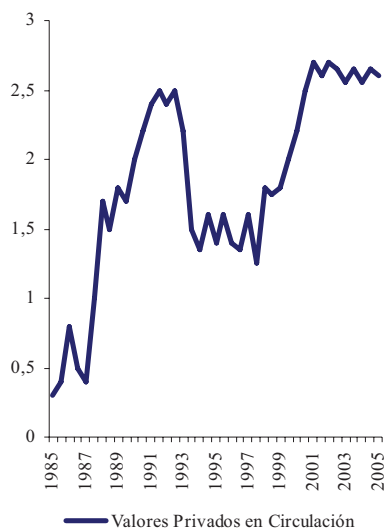
Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

Cuadro 2
Composición del crédito bancario en 2004 como % del crédito interno total otorgado por la banca comercial

	Hipotecario	Consumo	Negocios
Chile	21	12	67
Colombia	11	14	39
México	9	13	28
Venezuela	1	7	47

Fuente: Jeanneau, 2007.

Gráfica 13
Valores privados en circulación
(Por ciento del PIB)



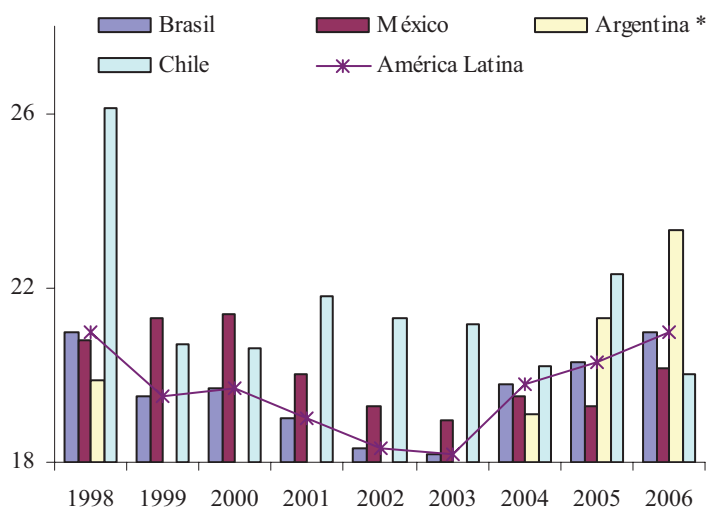
Fuente: Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006.

Como resultado de esta insuficiente canalización del ahorro al sector productivo, no sorprende que la evolución de la formación bruta de capital fijo en México, en comparación con la de países selectos del subcontinente, venga siendo mediocre tal y como se aprecia en la gráfica 14. Aunque es claro que las motivaciones que determinan las decisiones de inversión de los agentes

van más allá de la eficiencia con que opera el sistema financiero, no deja de preocupar que la profundización financiera se venga expresando mayormente en el crecimiento del crédito a las familias (y no a las empresas), lo que a la postre podría implicar un riesgo para la estabilidad y solvencia del sector.

El hecho mismo de que la formación bruta de capital venga mostrando la citada evolución se refleja de manera directa en la competitividad del aparato productivo, lo que finalmente acentúa el riesgo en el sector externo. Como se aprecia en el cuadro 1, México ha mantenido en los últimos años un déficit en la cuenta corriente no obstante el elevado precio que ha mostrado uno de sus principales productos de exportación, el petróleo.

Gráfica 14
Formación bruta de capital fijo
(% del PIB, promedio anual)



* Permaneció por debajo de 18% desde 2000 hasta 2003 (18% en 1999); en promedio registró 14.32%.

Fuente: Banco de España, *Informe semestral de la economía latinoamericana*, 2007.

Es necesario precisar, en todo caso, que el conjunto de avances referidos en el ámbito financiero sí han contribuido a elevar la eficiencia de los intermediarios, mismo que coadyuva a mejorar los términos de financiamiento al sector privado. En ese sentido y por lo que va al sector bancario —que en México

aglutina al 53.6% de los activos totales del sistema financiero— la razón gastos administrativos a activos totales (una socorrida medida de eficiencia) muestra un valor de 3.7, más favorable que en Colombia (5.3) o Perú (4.5), si bien menos favorable que en el país latinoamericano que lleva mayores avances en sus reformas, Chile, con un valor de 2.1, muy cercano por cierto al de EU (1.8) (*Informe*, 2007: 55).

Conclusiones

Las autoridades financieras mexicanas han sostenido que una de las más importantes consecuencias de haber alcanzado la estabilidad macroeconómica tiene que ver con la sensible mejoría en el tamaño y operación del sistema financiero. Visto en la perspectiva latinoamericana, en efecto se aprecian avances en este sentido que tienen que ver, básicamente, con el monto y costo del crédito al sector privado, asociado a factores en los que nuestro país, junto con Chile, ha mostrado mejores indicadores, tales como la tasa inflacionaria y la deuda externa como proporción del producto, según se aprecia en el cuadro 1.

Sin embargo y como también se aprecia en tal cuadro, la tasa de crecimiento del producto en los últimos años ha sido más baja que en las otras importantes economías de la región, y el futuro potencial de crecimiento —determinado mayormente por la formación bruta de capital— ha mostrado también un pobre desempeño. En gran medida el problema tiene que ver con que el crecimiento del ahorro financiero en los años recientes no se ha expresado en un crecimiento similar en la canalización del mismo al sector productivo, tal y como lo preveía el paradigma de la liberalización financiera. Es claro que los estímulos que ofrece el mercado son hacia el consumo y no a la inversión, y mientras no se modifique esta tendencia el crecimiento del PIB potencial mantendrá una tasa mediocre.

El cuadro 1 muestra que no sólo México y Chile han alcanzado *fundamentales* sanos, si bien sólo este último ha podido conseguir, junto con políticas públicas adicionales, que este entorno se acompañe con tasas de crecimiento del producto más elevadas. La evolución reciente de México demuestra, una vez más, que la estabilidad financiera es una precondition necesaria, pero no suficiente, para acelerar el crecimiento económico. Para alcanzar este crecimiento es necesario elevar la competitividad del país, y ésta se asocia —de manera adicional a la adecuada canalización del ahorro financiero a la inversión

productiva— a la realización de las reformas estructurales frecuentemente referidas, en los planos fiscal, energético y laboral, entre las más relevantes, así como a la instrumentación de políticas consistentes de promoción económica, áreas en las que México mantiene un importante rezago comparado con otras economías medias.

Referencias bibliográficas

- Banco de España, *Informe semestral de economía latinoamericana*, marzo 2007.
- Bank for International Settlements, *Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: Challenges and implications for monetary policy and financial stability*, Suiza, 2007.
- Banxico, *Estabilidad económica y desarrollo de los mercados financieros*, octubre 2006, en http://www.banxico.org.mx/publicaciones/JSP/b_presentacionesjg.
- , *Reporte sobre el sistema financiero 2006*, mayo, Banco de México, México, 2007.
- French Davis, Ricardo, *Reformas para América Latina después del fundamentalismo neoliberal*, Cepal/Siglo XXI Editores, Argentina, 2005.
- Jeanneau, Serge, *Evolving banking systems in Latin America and the Caribbean: Challenges and implications for monetary policy and financial stability*, Bank for International Settlements, Basilea, Suiza, 2007.
- Mckinnon, Ronald, *The order of economic liberalization*, 2ª edición, The John Hopkins University Press, Baltimore/Londres, 1993.
- Perry, Guillermo, Sergio Schmukler, y Augusto de la Torre, *Whither capital markets in emerging economies?* Banco Mundial, 2002, en: www.banxico.org.mx/tipo/publicaciones/seminarios/WhitherCapital.pdf.
- Stiglitz, Joseph, *Cómo hacer que funcione la globalización*, Taurus, México, 2006.