

Financiamiento de la inversión privada en México, 1988-2004: una metodología a partir de flujos de fondos

(Recibido: mayo/06–aprobado: septiembre/06)

*Germán Alarco Tosoni**

*Patricia del Hierro Carrillo***

Resumen

Se diseñan y aplican metodologías de flujos de fondos que integran las diversas fuentes de financiamiento y de aplicación de los recursos para analizar la evolución de la inversión privada en México. Se concluye que el autofinanciamiento a partir del ahorro empresarial y por tanto del excedente del aparato productivo continúa siendo su primer factor explicativo. Asimismo, a pesar de la globalización y “profundización” financiera la contribución de las fuentes privadas externas y del sistema financiero a la inversión privada se reducen en el tiempo. Se comenta que la emisión de deuda primaria a cargo del gobierno federal y de otros instrumentos financieros pueden afectar negativamente el proceso de inversión productiva.

Palabras clave: inversión privada, ahorro, financiamiento, flujo de fondos macroeconómico.

Clasificación JEL: E22, G32, O16.

* Profesor de la Universidad Panamericana, Campus México (germanalarco@yahoo.com.mx).

** Profesora de la Universidad Panamericana, Campus México y Doctorante del Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM (pathierro@hotmail.com). Las opiniones de los autores no coinciden necesariamente con la institución a la que pertenecen. Se agradece el valioso apoyo en los aspectos estadísticos de Rafael Hernández Parra.

Introducción

El análisis de la inversión privada es un elemento fundamental para explicar la expansión de la capacidad productiva y de la demanda, y por ende del proceso de crecimiento económico. Con independencia del enfoque relativo a que la inversión genera su propio ahorro interno y externo o que estos dos últimos son previos a las decisiones de inversión, es relevante analizar sus fuentes de financiamiento sean éstas *ex ante* o *ex post*.

Las fuentes de financiamiento de la inversión son diversas y provienen tanto de las operaciones de las empresas y de las personas que realizan actividades productivas, como externas de residentes dentro y fuera del país. Los mercados financieros, de deuda y valores pueden ser un mecanismo que coadyuve positiva o negativamente a este proceso de capitalización de la economía.

El objetivo de este artículo es proponer y aplicar de manera preliminar una metodología general para integrar las diferentes fuentes (origen de los recursos) y aplicaciones (usos o destinos) donde destaca la inversión privada, de forma análoga al estado de cambios en la situación financiera que se utiliza para analizar los flujos de fondos en una empresa privada o pública.

Entendemos que nuestra aportación en la materia sería la de proporcionar y evaluar con base en la información estadística mexicana del periodo 1988-2004,¹ las diferentes fuentes y aplicaciones de recursos en una visión integrada, como complemento a las valiosas contribuciones previas de otros autores como Garrido (2005) que abordan la problemática analizando en forma detallada cada elemento explicativo.

Nuestra hipótesis es que a pesar de la globalización y “profundización” financiera, tanto la aportación de recursos y financiamiento externo a la inversión privada nacional, como de los recursos proporcionados por el sistema financiero local no es creciente en el tiempo, sino todo lo contrario. Asimismo, la principal fuente de financiamiento de la inversión privada sigue siendo los excedentes productivos y por tanto el ahorro empresarial. De igual manera, la forma de operación de los mercados de valores y en especial de la emisión de títulos de deuda primaria a cargo del gobierno federal son una alternativa financiera al uso de los excedentes que puede afectar negativamente el proceso de acumulación de la economía.

¹ Por el momento se analiza este periodo por los problemas de compatibilización existente en las Cuentas Nacionales del INEGI con base 1993 con la previa de 1980.

El documento se divide en tres grandes secciones, en la primera se presentan los diferentes modelos o esquemas metodológicos por etapas para analizar la problemática. Se combinan las cuentas nacionales y del sector externo (balanza de pagos), luego se introducen las cuentas del sistema financiero mexicano, y finalmente de forma preliminar los mercados de deuda y capital. En el segundo apartado se presenta el tratamiento y la información estadística a ser utilizada en los modelos. En la tercera sección se muestran dos flujos de fondos sin y con operaciones financieras y de los mercados primarios de deuda. Al final se discuten algunas reflexiones sobre el tema.

No analizamos aquí la problemática de cómo las instituciones financieras canalizan recursos hacia la adquisición de activos financieros en lugar de otorgar crédito,² ni de cómo se fondean mediante la emisión de pasivos en los mercados internacionales.³ Tampoco analizamos los vínculos existentes entre la política monetaria y el comportamiento de la banca comercial.⁴ Al realizar un análisis agregado, sin detallar el comportamiento de las mayores o más importantes empresas del país, no se consideran los mecanismos de financiamiento directo entre empresas o de proveedores que ante la insuficiencia de recursos han crecido en importancia. Finalmente, entre otros elementos, no se analiza la composición por tipo de crédito del sistema bancario-financiero al sector privado o su destino sectorial a través del tiempo.

1. Modelo: cuentas nacionales y sector externo

La determinación de la ecuación de equilibrio entre el ahorro y la inversión se inicia tradicionalmente con la reagrupación de las diferentes partidas de las cuentas nacionales. Kalecki, a partir del balance entre las cuentas del producto por el lado de la demanda y de la oferta e ingresos, (véase Cuadro 1), distingue como contrapartida de la inversión privada y pública ($I_p + I_g$) al ahorro de los propietarios de los medios de producción netos de impuestos ($E - C_p$), de los perceptores de sueldos y salarios netos de impuestos ($W - C_a$), el ahorro público ($T - G$) y el externo ($M + X$).⁵

² Ampudia (2005: 36) señala que el crédito bancario es comparable con la magnitud de la tenencia de valores, reflejando un proceso de sustitución de cartera de crédito por activos financieros.

³ Ortiz (2005: 50).

⁴ López (2005: 54-57).

⁵ Kalecki (1956: 47-54).

Cuadro 1 Balance del producto

<i>Oferta</i>	<i>Demanda</i>
Sueldos y salarios netos (W)	Consumo de asalariados (C_a)
Excedente bruto de operación neto de impuestos (E)	Consumo de propietarios (C_p)
Importaciones de bienes y servicios (M)	Gasto público en bienes y servicios (C_g)
Impuestos directos e indirectos (T)	Inversión privada (I_p)
	Inversión pública (I_g)
	Exportaciones (X)

Fuente: Elaboración propia con base en Kalecki (1956).

$$(E - C_p) + (W - C_a) + (T - G) + (M - X) \equiv I_p + I_g \quad (1)$$

Al suponer que los asalariados consumen todo su ingreso la expresión anterior se simplifica considerando exclusivamente el ahorro de los propietarios de los medios de producción, el ahorro público y el externo.

$$(E - C_p) + (T - G) + (M - X) \equiv I_p + I_g \quad (2)$$

El ahorro externo es positivo cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos es deficitaria mediante mayores importaciones respecto de las exportaciones en bienes, servicios, ingresos y transferencias. El ahorro externo es negativo cuando esta balanza es superavitaria. El financiamiento de la cuenta corriente tiene como contrapartida a la cuenta de capitales, los errores y omisiones, los ajustes por valoración y la variación de la reserva internacional. En el Cuadro 2 se establecen las principales partidas para el financiamiento de la cuenta corriente de acuerdo con la nomenclatura establecida por el Banco de México (Banxico). Asimismo, se distingue entre las operaciones realizadas por el sector privado (subíndice p) y las que corresponden al sector público (subíndice g).

Las cuentas que tradicionalmente financian el desequilibrio de la cuenta corriente son la inversión extranjera (IE_i) y los préstamos-depósitos netos (PD_i) que corresponden a los desembolsos menos las amortizaciones de deuda de los diferentes sectores y agentes económicos. El saldo de los activos en el exterior propiedad de residentes en México (A_i) tiene usualmente signo negativo por el aumento de los activos en el exterior propiedad del sector no bancario, así como por la realización de inversión directa en el exterior por parte de empresas mexica-

nas.⁶ Las otras partidas relativas a los errores y omisiones (*EyO*), los ajustes por valoración atribuibles al sector privado (*V*) y la variación de la reserva internacional (*VRI*) se consideran parte de los ajustes (*AJ*) para obtener el monto equivalente al saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos.⁷

Cuadro 2

Principales partidas para el financiamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos

	<i>Operaciones del sector privado</i>	<i>Operaciones del sector público</i>
Inversión extranjera neta (<i>IE_i</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión extranjera directa • Inversión de cartera mercado accionario • Inversión de cartera mercado de dinero sector privado • Valores emitidos en el exterior sector privado 	<ul style="list-style-type: none"> • Inversión de cartera mercado de dinero sector público • Valores emitidos en el exterior sector público • Valores emitidos en el exterior • Pidiregas
Préstamos y depósitos netos (<i>PD_i</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Banca comercial • Sector privado no bancario 	<ul style="list-style-type: none"> • Banco de México • Banca de desarrollo • Sector público no bancario • Pidiregas
Activos netos (<i>A_i</i>)	<ul style="list-style-type: none"> • Activos 	
Subtotales cuenta de capital	<ul style="list-style-type: none"> • Movimientos de capitales privados 	<ul style="list-style-type: none"> • Movimientos de capitales públicos
Errores y omisiones (<i>EyO</i>)		
(-) Ajuste por valoración (<i>V</i>)		
(-) Variación de la reserva internacional (<i>VRI</i>)		
Total contrapartida cuenta corriente	<ul style="list-style-type: none"> • Movimientos compensatorios privados 	<ul style="list-style-type: none"> • Movimientos compensatorios públicos

Fuente: Elaboración propia con base en el Banco de México, presentación iniciada en 1994.

En las operaciones del sector privado destaca la inversión extranjera directa donde se contempla principalmente la nueva inversión con horizonte de mediano y largo plazos, la reinversión de utilidades de empresas extranjeras, el incremento de los pasivos netos de las empresas con sus matrices del exterior y el valor de las importaciones de activo fijo por parte de las empresas maquiladoras. Otra partida importante es la inversión de cartera en el mercado accionario que cambia de

⁶ Banco de México (2005: 6-7).

⁷ Los ajustes por valoración y la variación de la reserva internacional se registran con el signo contrario al reportado en la balanza de pagos.

signo dependiendo principalmente de los rendimientos reales y esperados del mercado de valores y de la evolución del tipo de cambio. Más recientemente, tenemos los valores emitidos en el exterior por el sector privado y que puede asumir valores positivos o negativos. En el grupo de las cuentas asociadas a los préstamos y depósitos netos tenemos los desembolsos recibidos del exterior menos las amortizaciones de la banca comercial y del sector privado no bancario (emisiones o aumento de la deuda externa a cargo de empresas privadas).

La inversión de cartera en el mercado de dinero se trata principalmente de operaciones del sector público relativas a la colocación menos la amortización de títulos de renta fija a cargo del gobierno federal y de las instituciones públicas. Hay operaciones de menor monto a cargo del sector privado realizadas antes del 2000. A partir de 1994 se contempla la partida de valores emitidos en el exterior del sector público y de valores Pidiregas,⁸ que tienen como contrapartida el financiamiento de buena parte de los proyectos de inversión del sector energético (PEMEX y CFE). En las operaciones de endeudamiento menos la amortización del principal, incorporadas en los préstamos y depósitos netos destacan las relativas a las operaciones de Baxico, del sector público no bancario (principalmente gobierno federal y las empresas públicas no financieras), de la banca de desarrollo y a propósito de los Pidiregas.

Con esta información el ahorro externo de la ecuación (3) tiene como contrapartida la cuenta de capitales y la de ajuste mencionada anteriormente. En el caso de la cuenta de capitales estamos considerando las operaciones del sector privado y del sector público. En razón de que las operaciones de la balanza de pagos se denominan en dólares norteamericanos las multiplicamos por el tipo de cambio promedio (e) para convertirlas a pesos mexicanos.

Posteriormente la ecuación (3) se incorpora en la (2), reagrupando los elementos en términos de las operaciones del sector privado y público. Las fuentes de financiamiento de la inversión privada estarían dadas por su autofinanciamiento a partir del excedente bruto de operaciones menos los impuestos directos, las diferentes fuentes de financiamiento externo del sector privado y el saldo de las operaciones de inversión y financiamiento externo del sector público. La cuenta de ajuste convertida a moneda nacional se considera con este último grupo de operaciones.

⁸ Proyectos de infraestructura productiva con impacto diferido en el registro del gasto público asociados a obra pública financiada que PEMEX y la CFE encargan a la iniciativa privada. Las obligaciones del gobierno a propósito de esos contratos se cubren a partir del momento en que son operativas, de forma tal que en la fase previa no representan una carga significativa para el gobierno.

$$(M - X) \equiv [(IE_p + PD_p + A_p) + (IE_g + PD_g) + AJ]e \quad (3)$$

$$[(E - C_p) + (IE_p + PD_p + A_p)e] \equiv I_p - [(T - G - I_g) + (IE_g + PD_g)e + AJe] \quad (4)$$

La ecuación anterior es útil para determinar las proporciones en que la inversión privada se financia a partir de los excedentes y de los diferentes componentes asociados al financiamiento externo. En el caso de las operaciones del sector público se incorporan dentro del primer paréntesis las operaciones reales del sector público (ingresos y egresos corrientes y de capital) y dentro del segundo a las operaciones de financiamiento externo en moneda nacional. No están consideradas las posibilidades de financiamiento interno del sector público pero se observa que un valor positivo para estas dos expresiones resultaría en menores posibilidades de financiamiento para la inversión privada. Por el contrario, un valor menor a cero implicaría algunos márgenes de acción para el financiamiento de la inversión privada.

2. Modelo ampliado: cuentas nacionales, sector externo y cuentas financieras

La incorporación de las principales operaciones del sistema bancario y posteriormente del financiero al proceso de inversión y financiamiento de una economía se realiza suponiendo que la variación en el crédito doméstico al sector privado es una fuente de financiamiento de la inversión, mientras que la variación en las diferentes modalidades de ahorro-depósitos son una opción alternativa a la inversión. Ros en el modelo para la economía mexicana del CIDE proponía una ecuación de balance del sector financiero, donde las ganancias privadas más el incremento del crédito bancario al sector privado era equivalente a la inversión privada más el incremento en los depósitos bancarios.⁹

En el Cuadro 3 se presentan los balances generales consolidados del sistema bancario que contemplan las operaciones de Banxico y de la banca comercial y al sistema financiero consolidado que considera al sistema bancario con las instituciones financieras no bancarias.¹⁰ La diferencia estriba en que en el caso del sistema financiero se incluyen operaciones adicionales a las bancarias tanto por el

⁹ Ros (1984: 26-27).

¹⁰ En este trabajo no vamos a realizar un análisis de la contribución de los activos financieros a la riqueza como el realizado por Taylor (1989: 101-104).

lado de los activos menos los pasivos externos, la disponibilidad de crédito doméstico, las mayores opciones de ahorro–depósitos y colocación de excedentes, las mayores aportaciones patrimoniales y de las otras cuentas netas.

Cuadro 3 Balance general del sistema financiero mexicano

<i>Activos</i>	<i>Pasivos y patrimonio</i>
Sistema bancario	
Activos menos pasivos externos	Dinero
Crédito doméstico al gobierno central	Cuasidinero
Crédito doméstico a gobiernos estatales y locales	Instrumentos del mercado monetario
Crédito doméstico a empresas públicas no financieras	Emisión de títulos de deuda Banxico
Crédito doméstico neto a instituciones financieras no bancarias	Cuentas de capital
Crédito doméstico al sector privado	Otras cuentas netas
Sistema financiero	
Activos menos pasivos externos	Pasivos líquidos
Crédito doméstico a gobierno central	Instrumentos del mercado monetario
Crédito doméstico a gobiernos estatales y locales	Emisión títulos de deuda Banxico
Crédito doméstico a empresas públicas no financieras	Cuentas de capital
Crédito doméstico al sector privado	Otras cuentas netas

Fuente: Elaboración propia con base en el Banco de México, presentación iniciada en 1994.

En el caso del sistema bancario las cuentas involucradas en nuestro análisis se circunscriben a la variación absoluta del crédito doméstico al sector privado (ΔCD), la variación del dinero restando los billetes y monedas en circulación¹¹ (ΔD), la variación del cuasidinero ($\Delta CUAS$), los instrumentos del mercado monetario (ΔIMM) y la emisión de títulos de deuda a cargo del Banxico (ΔIB). En el caso del sistema financiero nos referimos al crédito doméstico al sector privado del sistema financiero (ΔCDF). Se sustituyen las variaciones del dinero y el cuasidinero

¹¹ Los billetes y monedas en circulación se restan del dinero por ser una obligación del Banco de México y de esta forma obtener las variaciones en los depósitos a la vista que pueden ser una fuente de financiamiento.

por los cambios en los pasivos líquidos deduciendo los billetes y monedas en circulación (ΔPL).

Para el caso del sistema bancario en la ecuación (4) se agregan los términos correspondientes al lado derecho e izquierdo, donde el incremento del crédito podría dar lugar a mayores niveles de la inversión. Del lado derecho las distintas modalidades de depósitos-ahorros y de colocación de excedentes son una fuente alternativa a la inversión privada productiva. En el caso del sistema financiero se sustituye la variación absoluta del dinero y cuasidinero por la variación de los pasivos líquidos. Hemos sustituido la identidad por el símbolo de aproximación o cercanía (\cong) ya que el crédito y los excedentes pueden ser utilizados para otros propósitos.

$$[(E - C_p) + (IE_p + PD_p + A_p)e] + [\Delta CD] \cong I_p + [\Delta D + \Delta CUAS + \Delta IMM + \Delta IB] - [(T - G - I_g) + (IE_g + PD_g)e + AJe] \quad (5)$$

$$[(E - C_p) + (IE_p + PD_p + A_p)e] + [\Delta CDF] \cong I_p + [\Delta PL + \Delta IMM + \Delta IB] - [(T - G - I_g) + (IE_g + PD_g)e + AJe] \quad (6)$$

En las ecuaciones (5) y (6) se tendría que tanto el ahorro de los propietarios de los medios de producción, las diferentes modalidades de financiamiento privado externo y la variación en el crédito doméstico al sector privado pueden ser fuente de financiamiento de la inversión privada. Por otra parte rivalizan con la inversión privada no sólo las actividades financieras y reales del sector público, sino las posibilidades de colocación de excedentes como depósitos-ahorros y otros instrumentos operados por el sistema bancario y financiero.

Es interesante anotar que la contribución del sistema bancario y del sistema financiero al sector real puede obtenerse del balance entre el incremento del crédito al sector privado (ΔCD) y el aumento de las diferentes modalidades de depósitos-ahorros en el caso del sistema bancario ($\Delta D + \Delta CUAS + \Delta IMM + \Delta IB$). Cuando nos referimos al sistema financiero se utiliza la diferencia entre el crédito al sector privado (ΔCDF) y las diferentes modalidades de depósitos-ahorros ($\Delta PL + \Delta IMM + \Delta IB$). Si el balance es mayor de cero la contribución es positiva, si es menor a cero la contribución es negativa.

3. Modelo integrado: cuentas nacionales, sector externo, cuentas financieras y mercados de deuda y capitales

En esta sección se pretende incorporar dos mercados que en teoría podrían contribuir al proceso de financiamiento de la inversión privada: mercados de deuda (no considerados en el sistema financiero) y de capitales. Al incorporar, en las secciones previas, los diferentes componentes de la balanza de pagos se contemplan todas las operaciones financieras con el exterior y por tal razón a los movimientos de los mercados de deuda y de capitales debemos restarle, para evitar duplicaciones, las operaciones con dichos productos realizadas con residentes en el exterior.

Las operaciones de los mercados de capitales en México se realizan a través de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV). Las actividades en este mercado son significativas pero se concentran en la negociación secundaria de instrumentos de deuda y títulos de renta variable, mientras que las emisiones primarias¹² u otras operaciones de financiamiento que realmente van directamente a las empresas no son significativas.¹³ El único agente que tiene la capacidad de emitir deuda en forma directa es el gobierno federal, ya que otros agentes económicos las realizan a través del sistema bancario (Banxico), del sistema financiero (Banca de fomento o desarrollo) o a través de la BMV. No debemos olvidar restar las operaciones que con estos instrumentos se realizan con agentes económicos residentes en el exterior.

Los instrumentos de deuda que opera el gobierno corresponden a los Cetes, Bondes, Ajustabonos, Udibonos, Bonos a 3, 5, 7, 10 y 20 años y otros instrumentos vigentes pero que actualmente no se operan. Sin embargo, ninguno de estos, a diferencia de otros países canalizan los recursos obtenidos hacia el sector privado, orientándose exclusivamente a operaciones con el sector público. Tampoco contemplamos las operaciones de emisión de deuda a propósito de las operaciones de canje y refinanciamiento del Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB) con el sistema financiero¹⁴ debido a que en su origen esa emisión de deuda no tuvo como contrapartida la aportación de efectivo por parte de particulares, sino que se trató del intercambio de títulos por deuda incobrable o de dudosa cobranza propiedad de los bancos.

¹² Es interesante anotar que en años recientes el número de emisoras (empresas) que operan en el mercado de valores es decreciente.

¹³ Ampudia (2005: 33).

¹⁴ Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) (2006: 72-75).

En términos instrumentales, por el momento no se van a considerar las operaciones de la BMV, ya que son una fuente de financiamiento del sector privado, pero al mismo tiempo de aplicación de recursos. Los flujos netos de la deuda interna del gobierno restando las operaciones externas del mercado de dinero del sector público (FD) corresponden a una cuenta que debe integrarse a las operaciones reales y financieras del sector público. Esta variable se ubicaría en el lado derecho de las ecuaciones (5) y (6) como una fuente de financiamiento de las operaciones del sector público. Asimismo, si se pretende contar con un balance completo de las operaciones reales y financieras del sector público habría que considerar el incremento del crédito del sistema financiero al sector público (ΔC_{pub}) como una fuente de financiamiento y que la expresión conjunta sea igual a cero.¹⁵

$$[(T - G - I_g) + (IE_g + PD_g)e + FD + \Delta C_{pub} + AJe] \equiv 0 \quad (7)$$

4. Información básica y resultados parciales

En el Cuadro 4 se muestra la información relativa a la principal fuente de financiamiento de la inversión privada que corresponde al excedente bruto de operación. En este caso se presenta, para años seleccionados, su origen sectorial a partir de las principales actividades económicas, desagregando la industria en bienes de consumo, intermedios, de consumo duradero y de capital. A lo largo del tiempo se observan cambios, donde las grandes actividades, agropecuaria, minería, industria manufacturera, comercio-restaurantes-hoteles, electricidad-gas y agua han reducido su aportación al excedente para cederlo a los servicios financieros-seguros-actividades inmobiliarias y a los servicios comunales-sociales-personales. Desde los años noventa está aumentando la participación del sector construcción, mientras que la del sector transporte-almacenaje y comunicaciones tiene un comportamiento fluctuante. La cuenta de ajuste de los servicios bancarios imputados fue más o menos constante en el tiempo a excepción de la crisis de 1995.

Al excedente bruto de operación y a los sueldos y salarios debemos deducirles tanto los pagos por impuesto a la renta como las contribuciones sociales de los empleadores. En el caso de las contribuciones se cuenta con la información del INEGI, de forma tal que se obtiene el ingreso que realmente recibieron los trabajadores. En el caso del impuesto sobre la renta, la SHCP no publica series históricas

¹⁵ No se consideraría las operaciones con el IPAB.

relativas a los montos del impuesto a la renta que corresponden a los asalariados y a las empresas. Sin embargo, existe información fragmentaria de esa secretaría para los años 2000, 2002 y 2004, donde se señala que mientras en el 2000 el 59.2% de la recaudación provenía de empresas y el resto, 40.8% era de asalariados. En 2004 sólo 47% era de empresas y 53% de los asalariados.¹⁶ Con esta información asumimos que la mitad de la recaudación se originaría en las empresas y la otra mitad sería de los asalariados.

Cuadro 4
Origen sectorial del excedente bruto de operación México, 1988-2004
(estructura %)

Sector	Años				
	1988	1990	1995	2000	2004
Agropecuario, silvicultura y pesca	9.26	9.80	6.91	5.11	4.75
Minería	3.57	2.82	2.13	1.68	1.74
Industria manufacturera	25.18	20.57	22.91	21.49	19.40
Bienes de consumo	8.61	7.61	8.16	7.72	7.54
Bienes intermedios	9.29	7.87	7.12	5.72	5.03
Bienes de consumo duradero y de capital	7.29	6.42	7.63	8.05	6.82
Construcción	2.20	1.93	2.68	3.38	3.95
Electricidad, gas y agua	1.22	1.28	1.06	0.86	1.06
Comercio, restaurantes y hoteles	30.33	28.56	22.90	24.68	23.95
Transporte, almacenaje y comunicaciones	9.78	9.29	10.77	12.45	11.33
Servicios financieros, seguros, actividades inmobiliarias y de alquiler	12.24	17.46	25.26	16.68	17.93
Servicios comunales, sociales y personales	8.50	10.00	13.58	15.57	17.60
Servicios bancarios imputados	-2.29	-1.71	-8.20	-1.89	-1.71
Total	100	100	100	100	100

Fuente: Elaboración propia con base en INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México* (2006).

Al suponer que los perceptores de sueldos y salarios consumen todo su ingreso, el consumo de los propietarios de los medios de producción incluyendo a los independientes¹⁷ se obtendría de la diferencia del consumo privado menos los sueldos y salarios netos de las contribuciones a la seguridad social de los empleadores y del impuesto a la renta. La propensión a consumir de este segmento se determina como el cociente de sus consumos entre el excedente bruto de operación después del impuesto sobre la renta. El ahorro de los propietarios e independientes es equi-

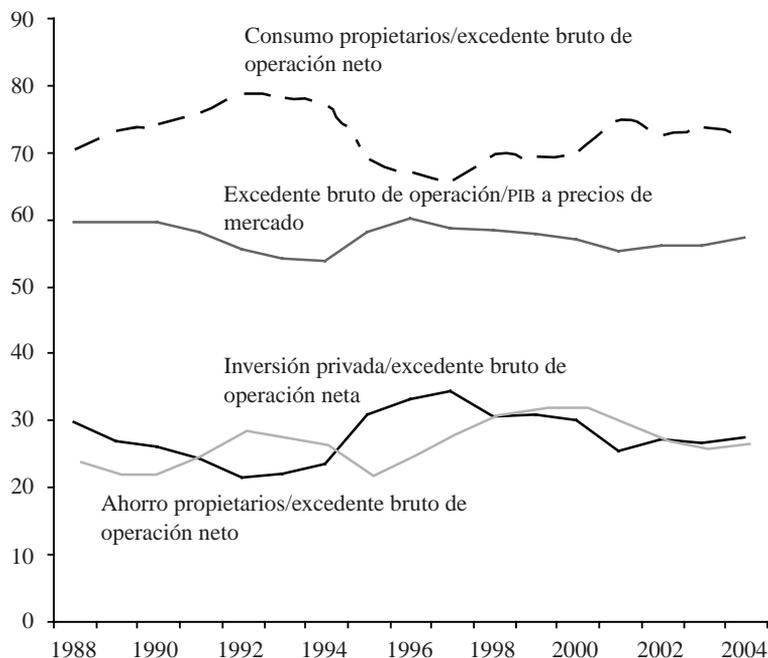
¹⁶ SHCP (2006b: 10).

¹⁷ Lamentablemente nuestras cuentas nacionales actuales no distinguen entre los propietarios de los medios de producción, campesinos, trabajadores independientes del campo urbano (formales e informales) y rural, rentistas, entre otros.

valente al excedente bruto de operación sin impuesto a la renta menos el consumo de los propietarios.

En la Gráfica 1 se presenta tanto la participación del excedente bruto de operaciones respecto del producto interno bruto (PIB), como del consumo de los propietarios, ahorro e inversión respecto del excedente bruto de operaciones neto del impuesto a la renta. La participación del excedente fluctúa entre el 53-60% del PIB para todo el periodo bajo análisis, observándose la menor participación en 1993-1994, mientras que la mayor se alcanza en 1996. Es interesante anotar que la administración del presidente Salinas parte de niveles elevados para reducirlos en el tiempo. Con Zedillo tienden inicialmente a elevarse como resultado de la crisis para ir decreciendo ligeramente hasta el 2000. Con Fox, entre 2001 y 2004, la participación de los excedentes respecto al PIB muestra una tendencia creciente.

Gráfica 1
Consumo, ahorro e inversión de los propietarios de los medios de producción, 1988-2004 (%)



Fuente: Elaboración propia con base en INEGI, *Sistema de Cuentas Nacionales de México* (2006).

Con los criterios e información existente, la propensión a consumir de los propietarios e independientes es elevada ya que se ubica entre 66 y 79% de los excedentes recibidos netos de impuestos, teniendo los mayores niveles en 1992, mientras que los más bajos corresponden a 1997. La propensión promedio a consumir más elevada se dio en la administración de Salinas de Gortari, seguida por la de Fox y por último con Zedillo. Por el contrario, la mayor propensión a ahorrar e invertir se da en la administración Zedillo, seguida del periodo de Fox y por último de Salinas. La propensión a invertir del año 2004 es 17% menor a la observada en el año pico de 1999, por lo que habría margen para elevar el porcentaje actual con los efectos positivos sobre la economía mexicana.

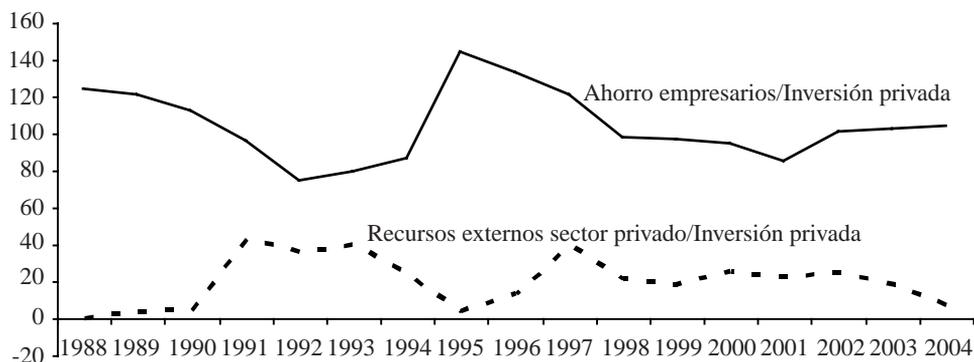
La contribución de los recursos externos privados y del ahorro de los propietarios de los medios de producción e independientes a la inversión privada se muestran en la Gráfica 2. En el caso de los recursos externos nos referimos exclusivamente a las operaciones del sector privado, de acuerdo con la clasificación establecida previamente, incluyendo las partidas de inversión extranjera directa, inversión de cartera mercado accionario, inversión de cartera mercado de dinero y valores emitidos en el exterior que se convierten a moneda nacional considerando el tipo de cambio promedio compra-venta. La otra cuenta corresponde a la razón del ahorro de los propietarios e independientes respecto de la inversión privada que nos permite evaluar las posibilidades de autofinanciamiento de la inversión privada.

Las mayores aportaciones de los recursos externos del sector privado a la inversión se dieron tanto en la administración de Salinas de Gortari en 1991, 1992 y 1993, como en la de Zedillo con el valor máximo en 1997. Con Fox el mayor valor se da en 2002 para alcanzar un valor mínimo en 2004, un 84.2% menor al máximo observado en 1991. En todo el periodo bajo análisis estos recursos contribuyen entre -0.4 a 43.3% de la inversión privada. La relación ahorro de los propietarios e independientes respecto de la inversión privada también es variable, con los mayores valores tanto en los momentos en que la inversión fue más reducida (1995), como cuando los niveles de ahorro son elevados tales como 1996 y 1997. Por otra parte, porcentajes elevados en esta razón parecerían reflejar la posibilidad de financiar mayores niveles de inversión privada. Este fenómeno ocurre en los periodos 1988-1990, 1995-1997 y 2002-2004.

En la Gráfica 3 se muestra la información relativa a las cuentas del sistema bancario, financiero y al mercado primario de títulos de deuda del gobierno. En el caso del sistema bancario y financiero se presentan los flujos anuales de crédito al sector privado menos las diferentes modalidades de depósitos (dinero, cuasidinero y pasivos líquidos), instrumentos del mercado monetario, la emisión de títulos de

deuda del Banco de México menos los billetes y monedas en circulación que son un pasivo del Banco Central, que reflejarían si el sistema bancario o financiero inyecta o filtra recursos al sector real de la economía. La fuente de información utilizada son los *Anuarios de las Estadísticas Financieras Internacionales* del Fondo Monetario Internacional (FMI). Toda la información se presenta en términos relativos a la inversión privada.

Gráfica 2
Contribución de los excedentes netos y recursos externos a la inversión privada, 1988-2004 (%)



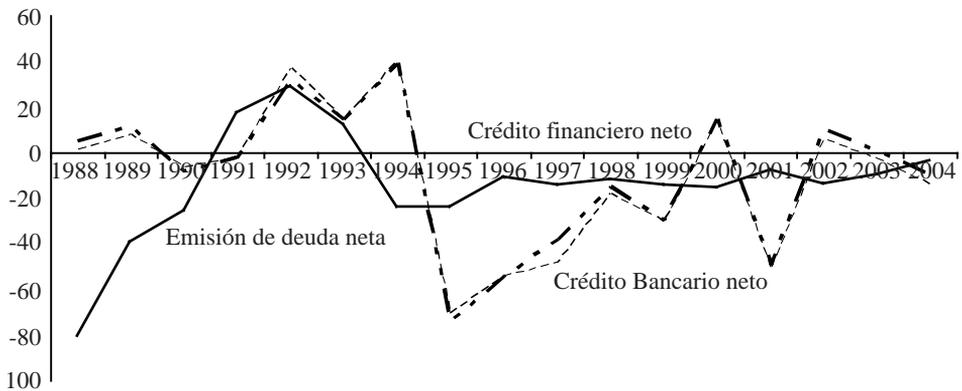
Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2006) e INEGI (2006).

La otra cuenta se refiere al flujo de los instrumentos de deuda que opera el gobierno federal,¹⁸ proporcionada por la SHCP y que puede asumir valores positivos cuando el sector privado intercambia dinero por papeles del gobierno, constituyéndose en una alternativa a la inversión privada o a los depósitos en el sistema bancario o financiero. Cuando este flujo es negativo implica que el gobierno está recomprando deuda, retirando documentos, otorgando efectivo y mayor poder de demanda a los particulares. No se debe olvidar que al flujo se le restaron las operaciones con residentes en el exterior para evitar traslapes con las operaciones financieras del sector privado de la balanza de pagos. Asimismo, es intere-

¹⁸ No se contempla instrumentos de deuda emitidos por gobiernos estatales o municipales.

sante comentar que actualmente una colocación de instrumentos de deuda sólo canaliza recursos al gobierno. Al igual que los flujos de crédito neto del sistema bancario y financiero esta cuenta se expresa en términos relativos en relación con la inversión privada.

Gráfica 3
Contribución del sistema bancario-financiero y endeudamiento interno a la inversión privada, 1988-2004 (%)



Fuente: Elaboración propia con base en FMI (2004) y SHCP (2006).

Con la información de la Gráfica 3 se observa que a excepción de 1991 a 1993 la emisión de instrumentos de deuda por parte del gobierno federal ha reducido los recursos para los particulares, filtrando recursos de éstos hacia el gobierno. En realidad, dichos instrumentos pueden constituir una opción alternativa para asignar los ahorros empresariales en competencia con la inversión privada. Los años donde pueden constituirse como una importante alternativa a la inversión privada corresponden de 1988 a 1990, 1994 y 1995.

La evolución de los flujos de crédito menos los depósitos del sistema bancario y financiero son bastante similares, aunque la información relativa al sistema financiero es menos negativa al incorporar mayores volúmenes de operaciones. En el periodo bajo análisis el sistema bancario y financiero tienden a retirar recursos del sector real y de los particulares, ya que las filtraciones son mayores a las inyecciones. Sólo por excepción entre 1992 a 1994, 2000, 2002-2003 el sistema

financiero aporta recursos al sector real y los particulares expresados como proporción de la inversión privada. Los años con las contribuciones más negativas corresponden obviamente a 1995 y 2001.

5. Balance general y flujos de fondos

A partir de los modelos conceptuales presentados al inicio de este documento y la información anterior se construyen los flujos de fondos agregados de la economía mexicana que contemplan diferentes orígenes de los recursos (fuentes) y usos de los mismos (aplicaciones), con el objetivo de dilucidar las fuentes de financiamiento de la inversión privada. En teoría, el ideal sería obtener un estado de cambios en la situación financiera del país, de manera homóloga a lo que ocurre con cualquier empresa privada o pública.

El estado de cambios en la situación financiera de una empresa permite explicar las variaciones, entre dos ejercicios contables, del efectivo y valores de inmediata realización. Esto se realiza a partir de la identificación de los recursos originados en la operación (rendimientos del periodo y las partidas-provisiones contables que no requieren recursos), las reducciones de los activos corrientes, los incrementos en los pasivos corrientes, el financiamiento externo a la empresa de mediano y largo plazos y su aplicación en la inversión.

En nuestro caso a nivel macroeconómico se desarrollan dos esquemas simplificados. En el primero se incluye como fuentes de recursos al ahorro empresarial y los flujos externos privados; mientras que la inversión privada y una cuenta de ajuste o residual son las opciones para la aplicación de los recursos obtenidos. En el segundo esquema las fuentes de recursos son el ahorro empresarial, los flujos externos privados y el flujo de crédito del sistema financiero neto. Las aplicaciones corresponden a la inversión privada, al flujo de depósitos del sistema financiero que incluye los pasivos líquidos, instrumentos del mercado monetario, títulos de deuda de Banxico menos los billetes y monedas en circulación, los flujos de deuda interna neta del gobierno federal (sin operaciones con residentes en el exterior) y una cuenta residual o de ajuste.

En ambos esquemas se presenta la información en pesos corrientes por año, agrupada por periodos de gobierno y la estructura porcentual de cada una de las variables consideradas respecto a las fuentes y aplicaciones de recursos para el periodo bajo análisis. La cuenta residual o ajuste se determina a partir de la diferencia de la suma entre las diferentes fuentes de recursos y la aplicación en inversión privada, permitiendo que las fuentes sean iguales a la aplicación de los recursos. Estas cuentas residuales contemplan a las otras variables no consideradas en el

análisis y que se comentarán al momento de abordar cada uno de los flujos de fondos simplificados.

En los cuadros 5 y 6 se presenta el esquema donde las fuentes de los fondos son el ahorro empresarial y las operaciones externas del sector privado. Al respecto, para todo el periodo 1988-2004, el ahorro empresarial explicaría 83% de las fuentes de fondos, mientras que los recursos para el sector privado provenientes del exterior lo harían con 17%. Es interesante anotar que la contribución de estos componentes cambia en el tiempo al incrementarse la participación del ahorro empresarial y reducirse los recursos externos para el sector privado. La mayor participación de los recursos externos se da en el periodo de Salinas de Gortari, se reduce en la administración Zedillo y los niveles más reducidos corresponden a lo que va del gobierno de Fox.

En el caso de las aplicaciones de recursos el promedio para todo el periodo es que 82.1% de éstos se destinan a la inversión privada y 17.9% corresponde a la cuenta de ajuste. La participación de la inversión es mayor en la administración Fox, seguida de Salinas de Gortari y por último con Zedillo. La existencia de una cuenta residual con valores positivos denotaría que existen recursos que podrían ser aplicados a la inversión productiva pero que ahora lo hacen a otras opciones especialmente financieras. Llama la atención que los mayores valores residuales se obtuvieron en el periodo de Zedillo, seguido de Salinas de Gortari y por último el de Fox. Específicamente los años con mayores valores corresponden a 1995 debido a que en la crisis se reducen las decisiones de inversión, 1996 y 1997 donde los excedentes y por tanto el ahorro bruto están creciendo pero aún no existen las condiciones para que se eleve la inversión privada.

Cuadro 5
Ahorro empresarial y flujos externos privados, 1988-2004
(millones de pesos)

Año	Fuentes			Aplicaciones		
	Ahorro empresarial	Operaciones externas sector privado	Total fuentes	Inversión privada	Residuos	Total aplicaciones
1988	72,710	-209	72,501	58,792	13,709	72,501
1989	86,484	3,020	89,504	71,602	17,902	89,504
1990	112,506	4,568	117,074	100,528	16,546	117,074
1991	132,479	59,933	192,411	138,505	53,906	192,411
1992	132,188	64,303	196,492	177,949	18,543	196,492
1993	147,561	74,276	221,837	185,916	35,921	221,837
1994	176,087	48,947	225,034	203,690	21,345	225,034
Suma 1989-1994	787,306	255,046	1,042,352	878,189	164,163	1,042,352
1995	327,381	8,626	336,008	227,827	108,181	336,008
1996	497,496	52,519	550,014	375,327	174,687	550,014

Cuadro 5
Ahorro empresarial y flujos externos privados, 1988-2004
(millones de pesos)

Año	Fuentes			Aplicaciones		
	Ahorro empresarial	Operaciones externas sector privado	Total fuentes	Inversión privada	Residuos	Total aplicaciones
1997	629,820	208,660	838,480	521,239	317,242	838,480
1998	679,006	149,619	828,625	696,462	132,163	828,625
1999	812,312	155,274	967,586	835,797	131,788	967,586
2000	925,148	248,657	1,173,805	977,147	196,658	1,173,805
Suma 1995-2000	3,871,163	823,354	4,694,517	3,633,799	1,060,718	4,694,517
2001	808,462	214,231	1,022,693	952,382	70,311	1,022,693
2002	947,897	231,547	1,179,445	940,185	239,260	1,179,445
2003	1,014,177	178,569	1,192,746	991,953	200,793	1,192,746
2004	1,201,229	79,042	1,280,272	1,156,561	123,711	1,280,272
Suma 2001-2004	3,971,766	703,390	4,675,156	4,041,081	634,075	4,675,156
Total periodo 1988-2004	8,702,944	1,781,582	10,484,526	8,611,861	1,872,665	10,484,526

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2006) e INEGI (2006).

Cuadro 6
Ahorro empresarial y flujos externos privados, 1988-2004
(%)

Año	Fuentes			Aplicaciones		
	Ahorro empresarial	Operaciones externas sector privado	Total fuentes	Inversión privada	Residuos	Total aplicaciones
1988	100.29	-0.29	100	81.09	18.91	100
1989	96.63	3.37	100	80.00	20.00	100
1990	96.10	3.90	100	85.87	14.13	100
1991	68.85	31.15	100	71.98	28.02	100
1992	67.27	32.73	100	90.56	9.44	100
1993	66.52	33.48	100	83.81	16.19	100
1994	78.25	21.75	100	90.51	9.49	100
Suma 1989-1994	75.53	24.47	100	84.25	15.75	100
1995	97.43	2.57	100	67.80	32.20	100
1996	90.45	9.55	100	68.24	31.76	100
1997	75.11	24.89	100	62.16	37.84	100
1998	81.94	18.06	100	84.05	15.95	100
1999	83.95	16.05	100	86.38	13.62	100
2000	78.82	21.18	100	83.25	16.75	100
Suma 1995-2000	82.46	17.54	100	77.41	22.59	100
2001	79.05	20.95	100	93.12	6.88	100
2002	80.37	19.63	100	79.71	20.29	100
2003	85.03	14.97	100	83.17	16.83	100
2004	93.83	6.17	100	90.34	9.66	100
Suma 2001-2004	84.95	15.05	100	86.44	13.56	100
Total periodo 1988-2004	83.01	16.99	100	82.14	17.86	100

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México (2006) e INEGI (2006).

En los cuadros 7 y 8 se presenta el esquema ampliado donde en las fuentes de recursos se agrega el flujo de crédito neto del sistema financiero, mientras que en las aplicaciones se incorporan los flujos de depósitos al sistema financiero y las adquisiciones netas de títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal. Como señalábamos anteriormente las operaciones en la BMV, salvo las emisiones primarias de acciones, corresponden a transferencias entre particulares por lo que se constituyen tanto en fuente como en aplicación de recursos.¹⁹

Al agregar las nuevas opciones de fuentes y aplicaciones de recursos pierden un poco de importancia tanto el ahorro empresarial, las operaciones externas del sector privado y la inversión privada. El ahorro empresarial representa para todo el periodo de análisis 73.7% de las fuentes de recursos, respecto de 83% del esquema anterior. En el caso de las operaciones externas del sector privado se reducen de 17% a 15.1% del total de los recursos. En cambio los flujos de crédito neto del sistema financiero representan 11.2% de los recursos obtenidos.

En el caso de las aplicaciones, la inversión privada reduce su participación de 82.1% a 72.9% en todo el periodo bajo análisis. El flujo de depósitos en el sistema financiero representa 20.6% de todas las aplicaciones, mientras que los títulos de deuda 8.2%. La cuenta de ajuste o residual de un valor positivo de 17.9% en el esquema anterior pasa a un valor negativo de 1.7%. Al respecto, es interesante comentar que los flujos de depósitos están incorporando los intereses recibidos menos los retiros realizados, ya que en rigor éstos deberían tratarse como una fuente de recursos, pero su discriminación no es viable.

Al igual que con el esquema anterior se descubren algunos elementos interesantes. El ahorro empresarial eleva a través del tiempo su contribución como fuente de origen de recursos, siendo mayor en el periodo de Fox, que en los correspondientes a Zedillo y más aún al de Salinas de Gortari. Llama la atención que la apertura y aparente “profundización” de los mercados financieros y de valores no ha incrementado las fuentes de recursos para apoyar el proceso de inversión productiva, siendo que ahora más que antes, al igual que una economía menos desarrollada, se financia más de los excedentes de las propias empresas y de las personas dedicadas a las actividades productivas.

A nivel internacional Garrido, con base en el análisis de otros autores a partir de muestras de las empresas más importantes en economías en desarrollo y desarrolladas, señala que las empresas de los primeros países en los años ochenta

¹⁹ Asimismo no es posible distinguir la magnitud de recursos que se reinvierten en la Bolsa como instrumentos de renta fija o variable o los que se destinan a otros objetivos.

tendían a financiarse más de recursos externos que del autofinanciamiento, probablemente en algunos países influidos por las políticas antiinflacionarias que fijaban como ancla al tipo de cambio nominal.²⁰ En cambio, las empresas más importantes de los países desarrollados utilizaban más el autofinanciamiento que los recursos externos.

La contribución de los flujos de crédito neto del sistema financiero son cada vez menores en el tiempo. Las mayores aportaciones a los flujos de recursos se dan en el periodo de Salinas de Gortari, seguido por el de Zedillo, a pesar que se tienen aportaciones negativas en los años 1995 y 1996. Sin embargo, el aporte del crédito como fuente de recursos es más reducido en lo que va de la administración Fox; con lo que queda evidente que la contribución del crédito como fuente de fondos es aún poco relevante. La misma tendencia que la del crédito se observa en las operaciones externas del sector privado, donde son superiores en el periodo Salinas de Gortari, seguido del periodo Zedillo y son más pequeñas durante la administración Fox.

La inversión privada se constituye en la aplicación de recursos más importante con tendencia creciente a través del tiempo, ya que es menor en el periodo de Salinas de Gortari, intermedia en el caso de Zedillo y positivamente más alta durante la administración Fox. Es interesante anotar que los depósitos en el sistema financiero tienen una mayor participación en el periodo de Zedillo, seguido de Salinas de Gortari y por último la administración Fox. Los años en que los depósitos en el sistema financiero asumen una mayor participación como opción para canalizar los ahorros empresariales son los de crisis: 1995 y 2001, los de mediano y alto crecimiento 1996 a 1999, donde se generaron ahorros pero no se dio un crecimiento tan importante en la inversión privada.

La colocación de instrumentos de deuda del gobierno federal adquiere mayor importancia durante la administración Zedillo, seguida de Fox y por último con Salinas de Gortari. Por último, el valor de los residuales es positivo e importante en la administración Salinas de Gortari, mientras que son negativos aunque pequeños, durante los gobiernos de Fox y Zedillo donde se constituirían en la realidad como una fuente de fondos, más que una aplicación. En este rubro podrían incorporarse la colocación interna de instrumentos de deuda por parte de las empresas, entre otros.

²⁰ Garrido (2005: 238-239).

Cuadro 7
Ahorro empresarial y flujos financieros de fondos, 1988-2004
(millones de pesos)

Año	Fuentes			Aplicaciones			Total aplicaciones		
	Ahorro empresarial	Operaciones externas sector privado	Crédito financiero neto	Total fuentes	Inversión privada	Depósitos sistema financiero		Título de deuda netos	Residuos
1988	72,710	-209	21,314	93,815	58,792	18,498	47,391.5	-30,866	93,815
1989	86,484	3,020	39,151	128,655	71,602	30,861	28,360.9	-2,169	128,655
1990	112,506	4,568	43,603	160,677	100,528	51,800	25,880.0	-17,531	160,677
1991	132,479	59,933	69,812	262,223	138,505	72,745	-13,587.9	64,561	262,223
1992	132,188	64,303	116,984	313,476	177,949	59,881	-26,501.2	102,147	313,476
1993	147,561	74,276	83,080	304,917	185,916	55,443	-643.5	64,202	304,917
1994	176,087	48,947	151,235	376,269	203,690	71,231	42,197.8	59,151	376,269
Suma 1989-1994	787,306	255,046	503,865	1,546,217	878,189	341,961	55,706	270,361	1,546,217
1995	327,381	8,626	-12,593	323,415	227,827	155,753	-34,246.6	-25,919	323,415
1996	497,496	52,519	-62,854	487,160	375,327	139,939	48,633.5	-76,740	487,160
1997	629,820	208,660	367,196	1,205,676	521,239	564,730	80,191.9	39,516	1,205,676
1998	679,006	149,619	71,310	899,935	696,462	174,070	83,785.4	-54,383	899,935
1999	812,312	155,274	24,487	992,073	835,797	272,149	111,269.4	-227,143	992,073
2000	925,148	248,657	68,977	1,242,782	977,147	-71,836	151,895.5	185,576	1,242,782
Suma 1995-2000	3,871,163	823,354	456,523	5,151,040	3,633,799	1,234,805	441,529	-159,093	5,151,040
2001	808,462	214,231	-73,640	949,053	952,382	398,295	84,795.0	-489,419	949,053
2002	947,897	231,547	245,569	1,425,014	940,185	150,438	130,295.0	204,096	1,425,014
2003	1,014,177	178,569	69,075	1,261,821	991,953	64,121	105,824.9	99,922	1,261,821
2004	1,201,229	79,042	104,482	1,384,754	1,156,561	218,651	102,867.8	-93,326	1,384,754
Suma 2001-2004	3,971,766	703,390	345,486	5,020,642	4,041,081	831,505	423,783	-275,727	5,020,642
Total periodo 1988-2004	8,702,944	1,781,582	1,327,188	11,811,714	8,611,861	2,426,769	968,409	-195,325	11,811,714

Fuente: Elaboración propia con base en Banxico (2006); FMI (2004); INEGI (2006) y SHCP (2006c).

Cuadro 8
Ahorro empresarial y flujos financieros de fondos, 1988-2004
 (%)

Año	Fuentes			Total fuentes	Aplicaciones			Total aplicaciones	
	Ahorro empresarial	Operaciones externas sector privado	Crédito financiero neto		Inversión privada	Depósitos sistema financiero	Título de deuda netos		Residuos
1988	77.50	-0.22	22.72	100	62.67	19.72	50.52	-32.90	100
1989	67.22	2.35	30.43	100	55.65	23.99	22.04	1.69	100
1990	70.02	2.84	27.14	100	62.57	32.24	16.11	-10.91	100
1991	50.52	22.86	26.62	100	52.82	27.74	-5.18	24.62	100
1992	42.17	20.51	37.32	100	56.77	19.10	-8.45	32.59	100
1993	48.39	24.36	27.25	100	60.97	18.18	-0.21	21.06	100
1994	46.80	13.01	41.19	100	54.13	18.93	11.21	15.72	100
Suma 1989-1994	50.92	16.49	32.59	100	56.80	22.12	3.60	17.49	100
1995	101.23	2.67	-3.89	100	70.44	48.16	-10.59	-8.01	100
1996	102.12	10.78	-12.90	100	77.04	28.73	9.98	-15.75	100
1997	52.24	17.31	30.46	100	43.23	46.84	6.65	3.28	100
1998	75.45	16.63	7.92	100	77.39	19.34	9.31	-6.04	100
1999	81.88	15.65	2.47	100	84.25	27.43	11.22	-22.90	100
2000	74.44	20.01	5.55	100	78.63	-5.78	12.22	14.93	100
Suma 1995-2000	75.15	15.98	8.86	100	70.54	23.97	8.57	-3.09	100
2001	85.19	22.57	-7.76	100	100.35	41.97	8.93	-51.25	100
2002	66.52	16.25	17.23	100	65.98	10.56	9.14	14.32	100
2003	80.37	14.15	5.47	100	78.61	5.08	8.39	7.92	100
2004	86.75	5.71	7.55	100	83.52	15.79	7.43	-6.74	100
Suma 2001-2004	79.11	14.01	6.88	100	80.49	16.56	8.44	-5.49	100
Total periodo 1988-2004	73.68	15.08	11.24	100	72.91	20.55	8.20	-1.65	100

Fuente: Elaboración propia con base en Banxico (2006); FMI (2004); INEGI (2006) y SHCP (2006c).

Algunas reflexiones finales

El análisis de la dinámica de financiamiento de la inversión privada debe partir de la evaluación de la magnitud y origen sectorial del excedente bruto de operación, ya que constituye su variable explicativa más importante. La información de las cuentas nacionales es clara en el sentido que la contribución al excedente de los servicios, en especial de los financieros es mayor en el tiempo. Esta es una cuestión que adquiere mayor importancia cuando parece existir una doble causalidad de la inversión al ahorro y del ahorro a la inversión, aunque esta cuestión requiere de un estudio pormenorizado.

Aunque sin disponer de información comparativa a nivel internacional, el consumo privado de los perceptores del excedente bruto de operación parece ser elevado, con el efecto consiguiente de reducir el ahorro empresarial. Los mayores niveles de consumo se dieron en la administración de Salinas de Gortari. Sin embargo, los niveles actuales en el periodo foxista son superiores a los observados con Zedillo. El análisis de las posibilidades de ampliar el ahorro de los propietarios parte de la necesidad de detallar el origen del excedente entre los propietarios e independientes de origen urbano y rural por nivel de ingreso.

Con independencia del análisis anterior parece ser claro que la apertura comercial y globalización ha promovido mayores niveles de consumo, en especial en bienes y servicios importados, en todos los estratos sociales, incluidos los perceptores del excedente bruto de operación. Un intenso proceso de acumulación y crecimiento exige una mayor frugalidad de las clases propietarias para de esta forma facilitar los procesos de financiamiento interno de la inversión productiva.

La información disponible no permite analizar si el impuesto a la renta impacta negativamente sobre el ahorro, pero existen indicios de que la aportación de las empresas a este impuesto es cada vez menor en el tiempo. Llamaría entonces la atención que a pesar de que éstos disminuyen la inversión privada no aumenta. En el campo de las hipótesis también debemos comentar que hemos eludido la problemática del ahorro de los trabajadores, debido tanto al enfoque teórico como a las dificultades con la información estadística.²¹ Este ahorro se vincula principalmente con la problemática de la autoconstrucción y de la inversión en vivienda residencial, entre otros destinos.

Con mucha certeza debemos afirmar que tanto los recursos privados externos como los flujos de crédito del sistema bancario y financiero aportan cada

²¹ Generalmente este tipo de estudios se realiza a partir de la información de las encuestas de ingreso-gasto de los hogares, pero lamentablemente estas parecen ser poco confiables en la materia.

vez menos a los procesos de financiamiento del aparato productivo. A mayor apertura y “profundización” financiera las contribuciones son menores. Las mayores aportaciones al sector real y al proceso de inversión privada se dieron con Salinas de Gortari, seguido de la administración Zedillo y por último lo que va del periodo de Fox. Estas menores contribuciones eluden el análisis relativo al destino por tipo de crédito (especialmente al consumo en los últimos años) y sectorial.²²

Es difícil determinar, con el tipo de análisis realizado, cuándo los instrumentos financieros constituyen un factor que puede desalentar la inversión privada (siendo un sustituto de ésta) o simplemente se trata de colocar los ahorros (excedentes no consumidos) cuando no existen las condiciones para invertir por excesos en capacidad, reducida demanda esperada, baja rentabilidad, entre otros factores. Sin embargo, lo que sí es claro es que las emisiones de títulos de deuda del gobierno federal de la forma en que están concebidos no implican contribución alguna al sector real de la economía.

Los instrumentos financieros deben concebirse como una fuente de colocación alterna de los excedentes, no un sustituto. El objetivo es el de maximizar los excedentes no consumidos hacia la inversión productiva. Deben preverse instrumentos del gobierno que transfieran recursos en apoyo al proceso de inversión más allá de financiar sus operaciones o mejorar sus disponibilidades de efectivo. Se trata de convertirlos en un medio del proceso de intermediación financiera para el crecimiento económico, ofreciendo rendimientos que eviten su salida del país. Sin embargo, el análisis detallado de estas cuestiones rebasa los alcances de este documento.

Referencias bibliográficas

- Ampudia, N. (2005). “Restricción crediticia y baja profundidad financiera: obstáculo para el desarrollo”, *Economía Informa*, núm. 337, noviembre-diciembre, pp. 25-39.
- Banco de México (2006). “La balanza de pagos en 2005”, Comunicado de Prensa, 24 de febrero, p. 8.
- Correa, E. (2005). “Financiamiento al sector privado: a una década de la crisis bancaria mexicana”, *Economía Informa*, núm. 337, noviembre-diciembre, pp. 63-70.

²² Obviamente hay que reconocer el crecimiento en el crédito hipotecario.

- FMI (2004 y años diversos). *Estadísticas Financieras Internacionales*, Anuario.
- Garrido, C. (2005). *Desarrollo económico y procesos de financiamiento en México, transformaciones contemporáneas y dilemas actuales*, México: UAM Azcapotzalco-siglo XXI, p. 309.
- INEGI (2006). *Banco de Información Económica y Sistema de Cuentas Nacionales de México*, Cuentas de Bienes y Servicios, 1999-2004, Tomo I.
- (2005). Mexico, “Staff Report for the 2005 Article IV Consultation”, *IMF Country Report* 05/427, December, Washington, D.C., 50 pp. + anexos.
- Kalecki, M. (1956). *Teoría de la dinámica económica*, México: Fondo de Cultura Económica, 1977, p. 183.
- López González, T. (2005). “La política monetaria y el financiamiento a la inversión en México”, *Economía Informa*, núm. 337, noviembre-diciembre, pp. 52-62.
- Mariña, A. (2001). “Formación y acervos de capital en México, 1949-1999”, *Análisis Económico*, núm. 34, segundo semestre, vol. XVI, Revista de la División de Ciencias Sociales y Humanidades, UAM Azcapotzalco, pp. 231-256.
- Ortiz, L. (2005). “Desregulación financiera y transformación de los mecanismos de financiamiento y fondeo a la inversión en México”, *Economía Informa*, núm. 337, noviembre-diciembre, pp. 40-51.
- Pérez, C. (2004). *Revoluciones tecnológicas y capital financiero, La dinámica de las grandes burbujas financieras y las épocas de bonanza*, México: siglo XXI editores, p. 269.
- Presidencia de la República (años diversos). *Informe de gobierno, anexo estadístico*.
- Ros, J. (1984). “Propiedades analíticas del modelo”, *Economía Mexicana*, Modelo Macroeconómico (MODEM), Ros, J., (coordinador), Serie Temática 2, México, pp. 25-35.
- SHCP (2006). *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, cuarto trimestre de 2005, hoja web SHCP, p. 80.
- (2006b). *Distribución del pago de impuestos y recepción del gasto público por deciles de hogares y personas*, resultados para el año 2004, hoja web SHCP, 10 de marzo del 2006, p. 53.
- (2006c). Dirección de Planeación Hacendaría, *Consulta de series y cuadros históricos (1990-2006)*.
- Taylor, L. (1989). *Macroeconomía estructuralista, modelos aplicables en el tercer mundo*, México: Editorial Trillas, p. 241.