

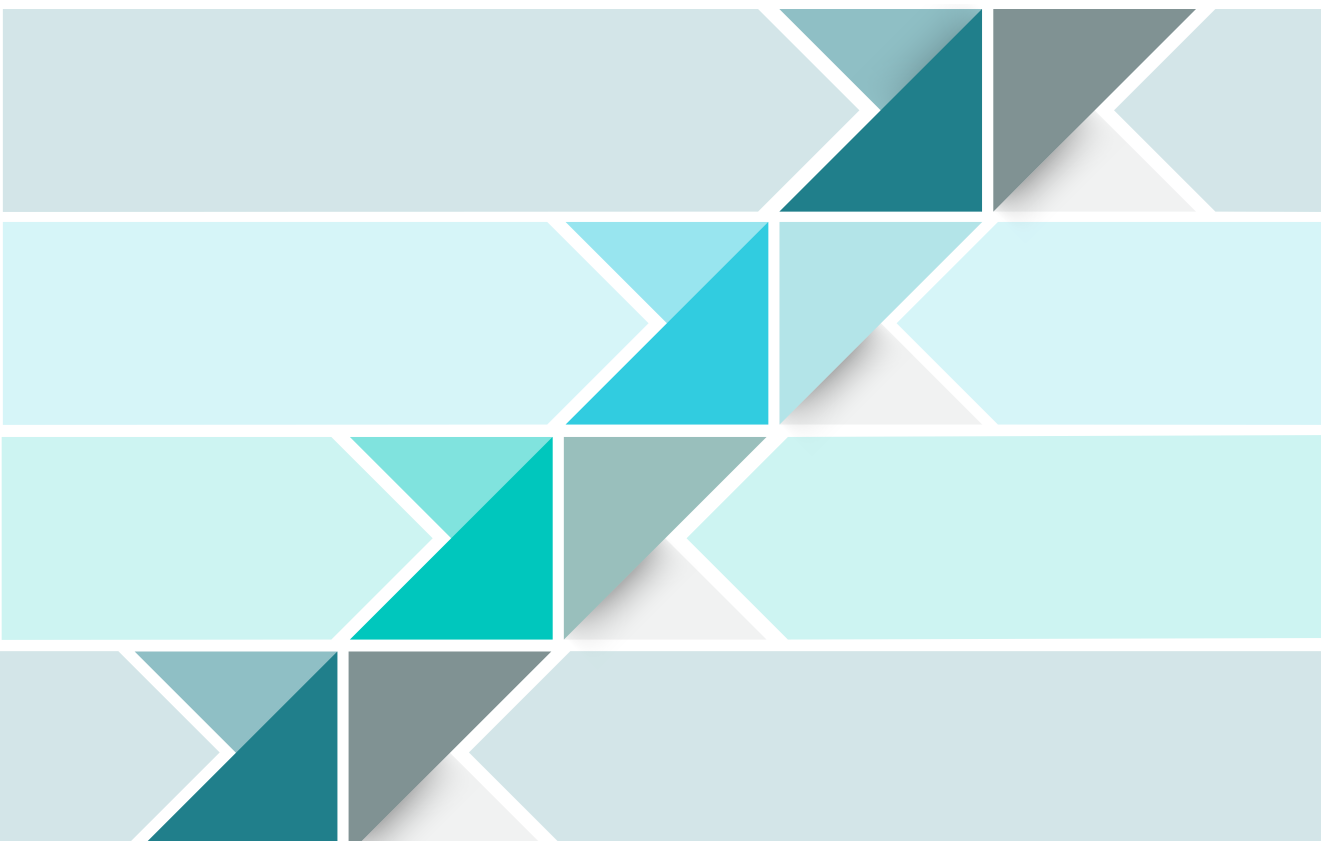


FUNDEF

Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

Análisis del balance ahorro-financiamiento en México

Jorge Sánchez Tello • Guillermo Zamarripa



Jorge Sánchez Tello
FUNDEF México

Economista e investigador asociado, FUNDEF. Editoralista en diferentes diarios de circulación nacional, con la columna “Paradigma económico”. Colaborador en diferentes programas de radio y televisión.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Twitter @jorgeteilus

Email: jorge.sanchez@itam.mx

Guillermo Zamarripa
FUNDEF México

Director general e investigador de tiempo completo, FUNDEF.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Email: guillermo.zamarripa@itam.mx

Agradecemos los comentarios de Gerardo Salazar Vízca a la versión anterior de este documento. Los errores, opiniones, omisiones e imperfecciones son únicamente responsabilidad de los autores y no reflejan el punto de vista ni la visión de FUNDEF, o las instituciones donde laboran.

Documentos de Coyuntura Estructural FUNDEF 2014-004

FUNDEF - Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.
www.fundef.org.mx

Somos una institución sin fines de lucro, independiente e imparcial, que reside en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Elaboramos estudios sobre el Sistema Financiero Mexicano que sean considerados investigaciones académicas de vanguardia. Nuestros estudios tendrán además, como propósito, hacer recomendaciones específicas de política pública en la materia. Compartimos los principios del ITAM al buscar contribuir al desarrollo de una sociedad más libre, más justa y más próspera.

© D. R. 2014, Jorge Sánchez Tello y Guillermo Zamarripa

© D. R. 2014, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, D. F. 10700, México

Índice

I. Introducción	4
II. Literatura económica.....	6
III. El ahorro en México.....	10
IV. El financiamiento en México.....	13
V. Los balances sectoriales.....	19
V.1. Sistema bancario.....	19
V.2. Organismos de vivienda del Estado.....	22
V.3. El sector asegurador.....	23
V.4. Afores.....	25
V.5. Sociedades de inversión.....	28
V.6. Inversionistas particulares.....	29
V.7. Balance residual.....	30
V.8. Financiamiento externo.....	32
VI. Consideraciones finales	34
VII. Conclusiones	35
Referencias	38

I Introducción

Los desequilibrios económicos globales han ocupado un lugar central en el debate de la política pública desde hace varios años y probablemente, seguirán haciéndolo. Los desequilibrios se ven reflejados en el sistema financiero. Para entender de manera integral la situación de la economía es adecuado ver ambas partes.

Diversos autores argumentan que hay tres grandes choques en la economía mundial que tuvieron un papel relevante en la formación de los desequilibrios mundiales: el aumento en el precio del petróleo, las tasas de interés muy bajas y la crisis financiera en los Estados Unidos.

Aunque México ha salido beneficiado de los choques anteriores y no tiene desequilibrios como los de otros países, se aprecia un aumento del ahorro externo y la tendencia a un nivel más elevado de déficit de gobierno, lo que lleva a un mayor endeudamiento público.

En este documento se relaciona el tema de los desequilibrios externo y público para el caso Mexicano con los balances financieros de los intermediarios. El propósito es entender la situación actual y los riesgos de nuestra economía.

El Banco Mundial en “Capital para el futuro: Ahorro e inversión en un mundo interdependiente”, prevé que la proporción de la inversión global de los países en desarrollo se triplicará en 2030. Considera que alcanzará tres quintas partes, en comparación con una quinta parte que tenía en 2000.

El ahorro, en términos absolutos, continuará su dinámica de forma preponderante en Asia y Oriente Medio. En el escenario de convergencia gradual para 2030, China ahorrará mucho más que cualquier otro país en desarrollo. Es decir, se prevé que estas regiones se mantengan como superavitarias, financiando al resto del mundo.

Los datos de México muestran una realidad diferente, ya que seguiremos requiriendo de financiamiento del resto del mundo. Lo anterior se explica a que la economía mexicana, que necesita de una gran inversión mayor al nivel del ahorro interno. Esta inversión es necesaria para obras de infraestructura y generación de empleos por mencionar dos ejemplos.

De manera concreta, se analiza el *stock* del ahorro y del financiamiento en la economía mexicana para entender a quién y cómo se financia. Para lo anterior se hace un análisis de los balances del ahorro y del financiamiento que se presentan en el sistema bancario, asegurador, afores, sociedades de inversión y el financiamiento externo.

Además de esta introducción, este documento se divide en una sección de literatura económica, donde se plantean conceptos y fundamentos; la tercera y cuarta secciones corresponden al análisis del ahorro y el financiamiento en México, para conocer su composición; en la quinta sección se hace un análisis detallado sobre el balance ahorro-financiamiento del sistema bancario, organismos de vivienda del estado, asegurador, afores, sociedades de inversión, inversionistas particulares, balance residual y el financiamiento externo. Se incluye un sexto capítulo con consideraciones finales y el séptimo, con las conclusiones.

II Literatura económica

Algunos ven al sistema financiero como el único responsable de las crisis financieras. Sin embargo, los problemas en el sistema son el reflejo de los desbalances que sufre la economía y en muchas ocasiones, estos desequilibrios económicos son provocados por los gobiernos.

Por ejemplo, la magnitud y la persistencia alcanzadas por las posiciones de superávit o déficit en cuenta corriente de un buen número de países, constituyeron una de las principales fuentes de vulnerabilidad para la estabilidad económica global. Además, los desequilibrios externos son a menudo un reflejo de los desequilibrios internos.

Bernanke (2007) plantea la hipótesis del “exceso de ahorro global”, en la cual se argumenta que los flujos de capital hacia los Estados Unidos, desde países en los que el ahorro deseado es muy superior a la inversión -mercados emergentes de Asia y exportadores de materias primas-, fueron una razón importante para que EE.UU. sostuviera tasas de interés de largo plazo en niveles bajos e inferiores a lo esperado durante la última década.

Si bien la argumentación anterior da un marco general conceptual de referencia, en esta sección se buscará ser específico sobre el tema fiscal y los efectos del financiamiento externo.

Barro (1989) argumenta que los déficits presupuestarios y los impuestos tienen efectos equivalentes en la economía. Con un uso distinto del teorema de la equivalencia ricardiana, una disminución en el ahorro del gobierno (es decir, un déficit presupuestario) conduce a un aumento compensatorio en el ahorro privado deseado. Es decir, no lleva a ningún cambio en el ahorro nacional.

Aschauer (1989) ofrece evidencia empírica que demuestra que el aumento del gasto público reduce la inversión privada. Al asumir el pleno empleo de los recursos, el aumento de consumo implica una disminución en el ahorro. El efecto es que las tasas de interés deben subir para lograr el equilibrio en los mercados de capital. Mayores tasas de interés, a su vez, dan lugar a una disminución de la inversión privada. El anterior es un argumento que ilustra cómo el déficit presupuestario puede tener un efecto que llaman “*crowding out*” de la inversión privada.

Erden y Holcombe (2005) explican los diferentes resultados del efecto “*crowding out*” mediante la estimación de los determinantes de la inversión privada. Los autores concluyen que dicha

inversión se ve limitada por la menor disponibilidad de crédito bancario en las economías en desarrollo. Para lograr el mismo nivel de bienestar se requiere no sólo una mayor inversión, sino un mercado de capitales más desarrollado que permita una mejor asignación de la inversión privada.

López et al. (2000) encuentran que el ahorro privado no compensa plenamente los déficits públicos adicionales, es decir que los déficits gubernamentales afectan la inversión. Argumentan que en los países industrializados es probable que el sector privado pueda ahorrar más en previsión de mayores impuestos futuros o menores transferencias que acompañan a los déficits públicos más grandes, de lo que es posible ahorrar en las economías en desarrollo.

Schmidt-Hebbel y Servén (2002) argumentan que en una economía en la que se elige primero el nivel óptimo de inversión y los componentes del ahorro privado, público y externo posteriormente, las reformas financieras y la estabilidad macroeconómica tienen un impacto ambiguo sobre el ahorro privado. Las reformas financieras pueden aumentar el rendimiento de la inversión y promover un mayor ahorro, trabajando a través del efecto de sustitución. Sin embargo, si las familias esperan un aumento de ingresos en el futuro como resultado de estas reformas, el ahorro corriente puede disminuir a través de un efecto ingreso.

Erden y Holcombe (2006) han tratado de estimar para los países en desarrollo el impacto de la inversión pública y privada sobre la actividad económica, tanto a corto como a largo plazo. Su estudio analizó 19 países en desarrollo. Los resultados empíricos muestran que la inversión pública complementa la inversión privada y que la tasa de interés no tiene un impacto estadísticamente significativo sobre el nivel de inversión. La disponibilidad de crédito tiene un efecto positivo en la inversión del sector privado. Así, un mayor endeudamiento del sector público puede afectar los niveles de inversión del sector privado dada la menor disponibilidad de crédito al sector privado.

Por lo tanto, el aumento de la deuda pública puede afectar negativamente el ahorro y la inversión privada, directa o indirectamente, lo que puede modificar las perspectivas de crecimiento económico.

Furceri y Sousa (2009) analizan el impacto del gasto público en el sector privado. Hacen una estimación de la existencia del efecto “*crowding-out*” con datos de 145 países desde 1960 hasta 2007. Los resultados sugieren que el gasto público produce importantes efectos de exclusión, al afectar negativamente el consumo privado y la inversión. Por otra parte, los efectos no parecen depender de las diferentes fases del ciclo económico.

Bulir y Swiston (2006) dicen que en México el ahorro externo y el ahorro público han servido en un mayor grado que en otros países como sustituto del ahorro privado. La crisis de los 90 ilustra el punto anterior. El ahorro externo se redujo del 7 por ciento del PIB en 1994 a menos del 1 por ciento en 1996. El ahorro público cayó desde casi el 5 por ciento del PIB a -2.5 por ciento en el mismo período. Sin embargo, la inversión fija sólo se redujo en 1.5 puntos porcentuales, dado que el ahorro privado saltó del 10 al 25 por ciento del PIB.

Del mismo modo, la consolidación fiscal desde la crisis de los 90 elevó el ahorro público. Con la inversión y el ahorro externo relativamente estables en la última década, los datos muestran que el ahorro público y el privado se movieron en direcciones opuestas.

A continuación, presentamos literatura económica relacionada con algunos efectos del ahorro externo en los desbalances.

Prasad et al. (2007) afirman que los desequilibrios globales no son una anomalía teórica, sino un problema que se revela por algunas de las debilidades que resultaron de la liberalización de los flujos de capital. Un problema para el modelo está relacionado con un determinado grupo de países (algunos emergentes del sudeste de Asia y los países exportadores de petróleo).

Roubini y Setser (2004) afirman que el crecimiento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos tarde o temprano será insostenible porque no tendrán ahorro externo disponible de manera indefinida. La situación podría llevar a una interrupción abrupta de los ingresos de capital y a una desaceleración global.

Blanchard y Giavazzi (2002) investigan empíricamente los déficits en cuenta corriente de los países del sur de la zona euro y los excedentes de los países del norte. Ellos encuentran que

la integración financiera en la zona euro ha alcanzado un nivel donde el ahorro interno y las decisiones de inversión de hecho pueden desacoplarse.

Caballero (2012) encuentra que las crisis bancarias son más probables cuando el incremento del ahorro externo es acompañado por un auge del crédito interno. Un posible mecanismo de transmisión es que los grandes pasivos de deuda externa bruta exponen a un país a la reducción abrupta de fondos prestables.

Shin y Shin (2012) estudian la vulnerabilidad causada por el rápido crecimiento del crédito cuando proviene de la exposición al crédito externo. Encuentran que los pasivos bancarios externos aumentan la probabilidad de tener una crisis financiera en los mercados emergentes, por encima del efecto derivado de un aumento del crédito interno.

Se ha señalado que, después de la crisis financiera de 1997, el crecimiento del ahorro del este de Asia es producto de la contracción de la inversión en la región, más que de un exceso de ahorro doméstico en sí mismo (Chinn, 2008).

Gruber y Kamin (2007) dicen que no existe un consenso respecto al patrón actual de los saldos de las cuentas corrientes y el nivel de ahorro doméstico. Su investigación asume que estos factores reflejan los diferentes niveles de desarrollo de las economías nacionales, los cuales se ven plasmados en los hábitos individuales, corporativos y gubernamentales de ahorro, consumo e inversión, siendo estas tres variables básicas las subyacentes al desequilibrio global.

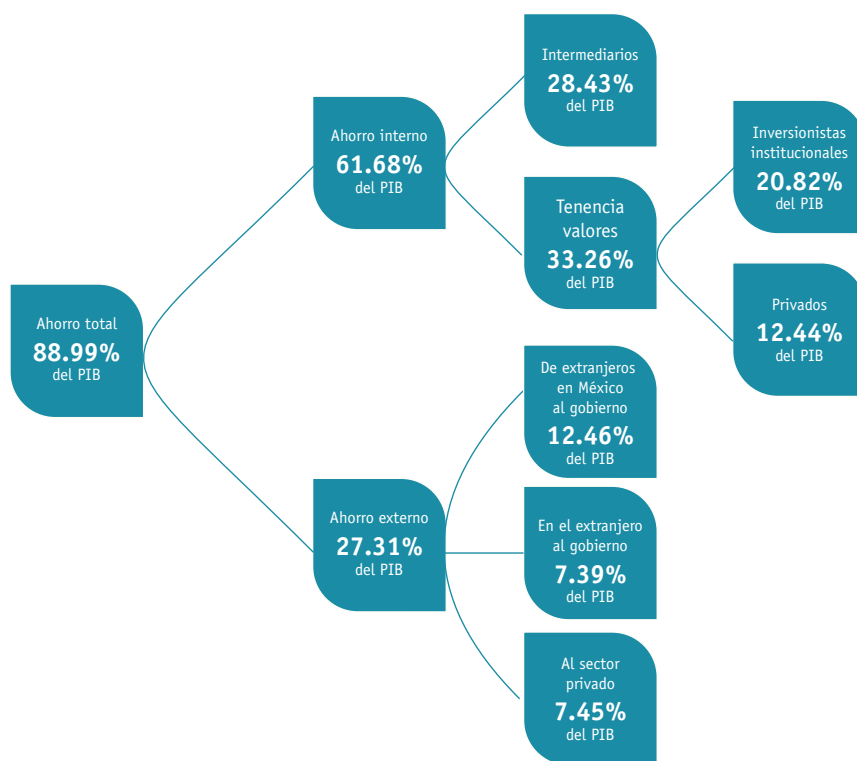
En conclusión, la literatura sugiere que si los desbalances público y externo son razonables no tienen efectos negativos. Por ejemplo, el ahorro externo permite complementar el ahorro interno para financiar la inversión. El problema es que cuando los desbalances son excesivos traen riesgos:

- a) Mayor deuda pública puede ocasionar el efecto de desplazamiento de la inversión privada *crowding out*.
- b) El desbalance externo puede tener un impacto importante si se materializa una corrida y sale abruptamente ese ahorro del país.

III El ahorro en México

El ahorro total en México a diciembre de 2013 representaba un 88.99 por ciento del PIB. Se encuentra repartido entre el ahorro interno, que representa un 61.68 por ciento del PIB, y el ahorro externo que equivale al 27.31 por ciento del PIB.

Cuadro III.1 Ahorro total en México a diciembre de 2013
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI

En cuanto a su composición, el ahorro externo representa una proporción del 30 por ciento del ahorro total. La mezcla de ahorro interno y ahorro externo evidencia que este último es complementario al primero. Es decir, tenemos una situación en la que no hay dependencia excesiva del ahorro externo y en la que su dinámica ha permitido financiar la inversión en el país.

Si bien el diagrama anterior nos proporciona la perspectiva actual, es importante entender la dinámica del crecimiento del ahorro total y su estructura a lo largo de los años.

En la Gráfica III.1 se puede observar que el ahorro total de 2003 a 2013 ha crecido en poco menos de 30 puntos al medirlo como proporción del PIB. Es decir, en México se ha dado un proceso de profundización financiera razonable durante la última década.

Por su parte, el ahorro externo ha crecido en mayor proporción que el interno. La mayor dinámica del exterior se ha dado particularmente en los últimos cuatro años.

Gráfica III.1 Evolución del ahorro en México
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI

Como se menciona, los últimos años se ha dado un importante incremento de los recursos externos, hasta alcanzar un 27.3 por ciento como proporción del PIB en 2013. Cuando se compara con 2006 que estaban en un nivel poco superior al 10 por ciento del PIB, queda claro que el aumento de 17 puntos del PIB en el período de siete años es relevante.

Este comportamiento ha traído beneficios al disponer el país de mayores recursos para financiar las necesidades domésticas a costos históricamente bajos. Pero hay que reconocer que también puede representar riesgos por su posible volatilidad.

Otra conclusión del análisis del Cuadro III.I sobre el estado del ahorro total en México a diciembre de 2013, es que el ahorro nacional resulta insuficiente. Hoy, México necesita fondos del exterior para financiar parte de la inversión doméstica, tanto pública como privada. En este escenario, una reducción importante de los desbalances implicaría con seguridad, una disminución de los flujos netos de capital a México, por lo que existiría menos financiamiento disponible en el país.

Wong et al. (1999) mencionan que de 1990 a 1994, México era un deudor neto con un déficit elevado en cuenta corriente. La deuda externa de México era casi el 40 por ciento del PIB en 1990. El dato anterior revela que la situación actual es de menor vulnerabilidad, pero deja claro que podemos llegar a niveles de apalancamiento similares en algunos años.

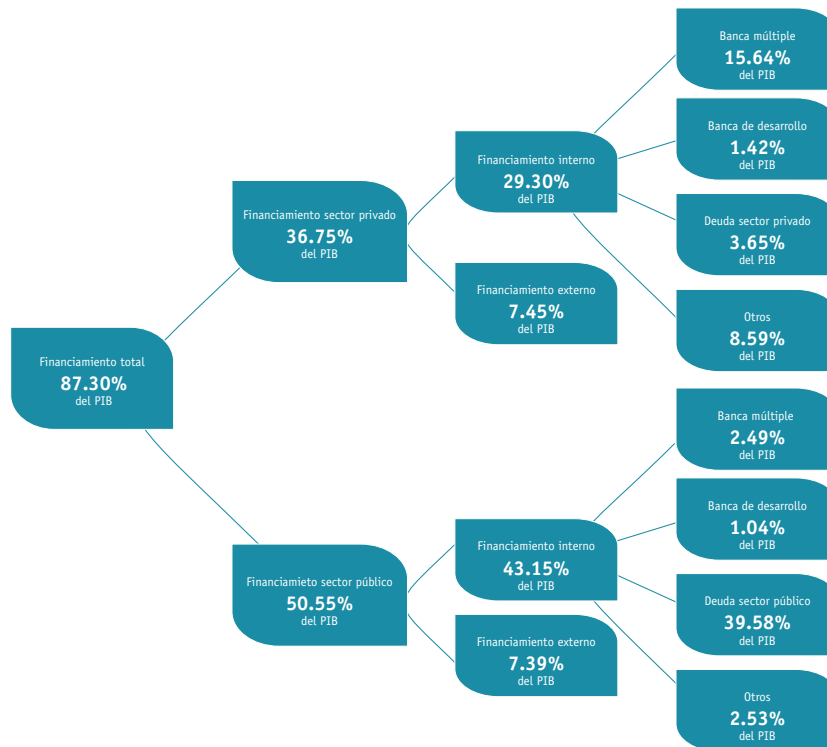
Con este diagnóstico sobre el ahorro en México se puede concluir que el ahorro externo es importante y ha sido bueno para nuestra economía ya que complementa la base del ahorro interno. Sin embargo, se debe considerar que su crecimiento puede tener un límite y una temporalidad.

IV El financiamiento en México

El nivel de ahorro de un país es de gran importancia para su crecimiento, ya que una tasa de ahorro total elevada implica mayor disponibilidad de recursos para invertir. Es decir, en buena medida el monto de financiamiento está correlacionado con el monto del ahorro.

El objetivo principal del mercado de financiamiento es canalizar recursos a las ramas de la actividad económica que tienen déficit de recursos para cubrir sus necesidades de inversión. La estructura del financiamiento total en México se presenta en el Cuadro IV.1. A diciembre de 2013 alcanza un 87.03 por ciento del PIB.

Cuadro IV.1 Financiamiento total en México a diciembre de 2013
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI

Los rubros del cuadro anterior muestran el destino del financiamiento y la vía por la que este se canaliza. Los conceptos de Otros incluyen algunos temas como el financiamiento de los Organismos de Vivienda del Estado.

El cuadro IV.I muestra que el financiamiento al sector público es una variable importante en México. Dicha situación está asociada con las necesidades de mayores recursos para el gasto público en los últimos años.

A diciembre de 2013 teníamos que el financiamiento al sector público representaba el 50 por ciento del PIB. De este porcentaje del PIB, 43 puntos corresponden a la deuda interna, mientras que sólo 7 puntos corresponden a la externa.

Cabe señalar que existen varias metodologías para medir el endeudamiento del sector público. Una de ellas es la que utiliza la CNVB que incluye la deuda de los organismos descentralizados, el saldo de la deuda financiera de PEMEX y CFE, y la deuda de estados y municipios. El dato citado en el párrafo anterior incluye estos conceptos.

Para efectos de este documento llamaremos “financiamiento total al sector público”(FTSP) a la medición del endeudamiento que realiza la CNBV.

Es importante tomar en cuenta otras definiciones sobre cómo se contabiliza el financiamiento al sector público. Una de las más utilizadas es la medición de los requerimientos financieros del sector público (RFSP) y de sus saldos históricos (SHRFSP), que tienen como objetivo proporcionar, de forma resumida, los resultados financieros de las actividades que el sector público realiza para cumplir con el conjunto de funciones que le son encomendadas.

Los RFSP miden las necesidades de financiamiento para alcanzar los objetivos de las políticas públicas, tanto de las entidades adscritas al sector público como de las entidades del sector privado y social que actúan por cuenta del gobierno. La diferencia con la metodología que utiliza la CNBV es que la SHCP no incluye los pasivos de PEMEX ni CFE, ni de los organismos descentralizados, ni de las entidades federativas.

El dato de FTSP contrasta con el 40.8 por ciento del PIB como SHRFSP. La diferencia entre ambas metodologías es de más de 10 puntos del PIB.

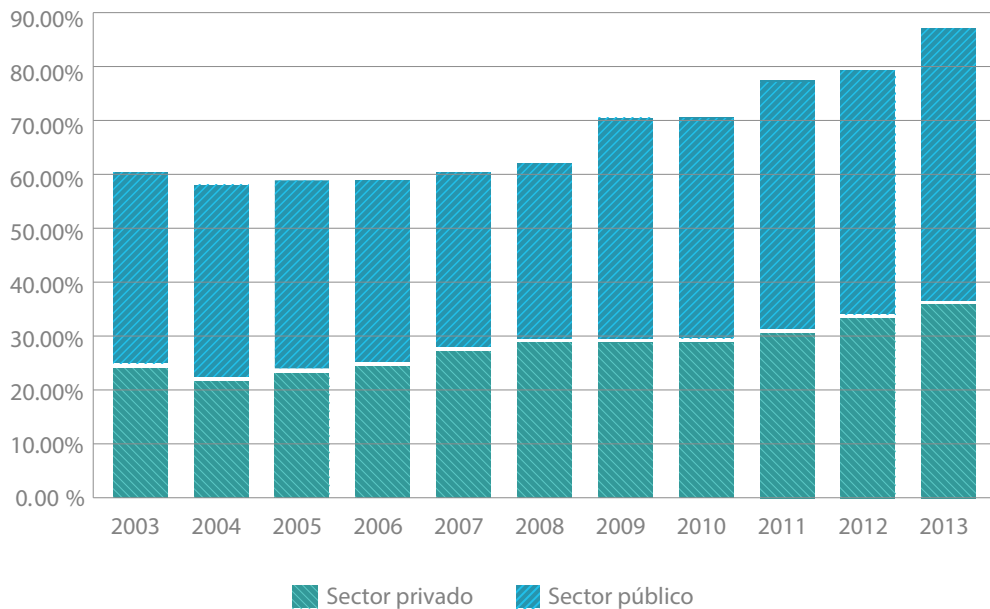
Otro dato relevante es que el sector público recibe la mayor cantidad del financiamiento (50.55 por ciento del PIB), mientras que el sector privado recibe menos (36.75 por ciento del PIB).

Es claro que con cualquiera de las dos medidas el financiamiento público es superior al financiamiento al sector privado. Una de las preguntas que debemos hacernos al analizar el Cuadro III.1 es si estamos en una situación de tipo *“crowding out.”*

En la Gráfica IV.1 se observa el crecimiento que ha tenido el financiamiento total en México, el cual ha pasado de aproximadamente 60 por ciento en 2003, al 87 por ciento al cierre de 2013, donde el monto total era de \$14,060,284 millones de pesos corrientes.

La gráfica siguiente presenta cómo en todo el período, el financiamiento al sector público ha sido preponderante.

Gráfica IV.1 Financiamiento total en México
(% del PIB)

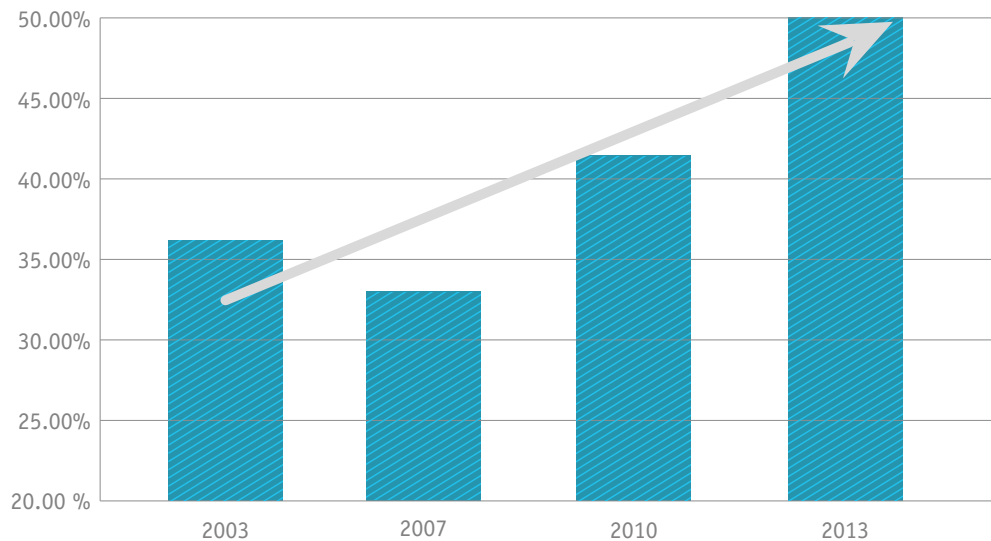


Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI

Es importante señalar que el financiamiento a la economía ha crecido considerablemente entre 2003 y 2013. El sector público ha crecido más, al pasar del 36.54 por ciento al 50.55 por ciento del PIB en 2013. Por su parte, el financiamiento del sector privado pasó del 24.32 por ciento al 36.76 por ciento del PIB, en el mismo período. Es decir, el financiamiento al sector público se ha incrementado en 14 puntos del PIB, en tanto que el privado lo ha hecho en 12 puntos.

El endeudamiento del sector público ha ido en aumento de manera consistente a partir de 2007, como se puede apreciar en la Gráfica IV.2. Es importante señalar que de 2003 a 2007, el endeudamiento público bajó del 36.54 al 33.61 por ciento. La gráfica muestra una tendencia de aumento relevante a partir de 2007. Este mayor endeudamiento hace cada vez más oneroso para las finanzas públicas cubrir el costo generado por los intereses que se pagan a los acreedores.

Grafica IV.2 Financiamiento total al sector público
(% del PIB a diciembre de 2013)



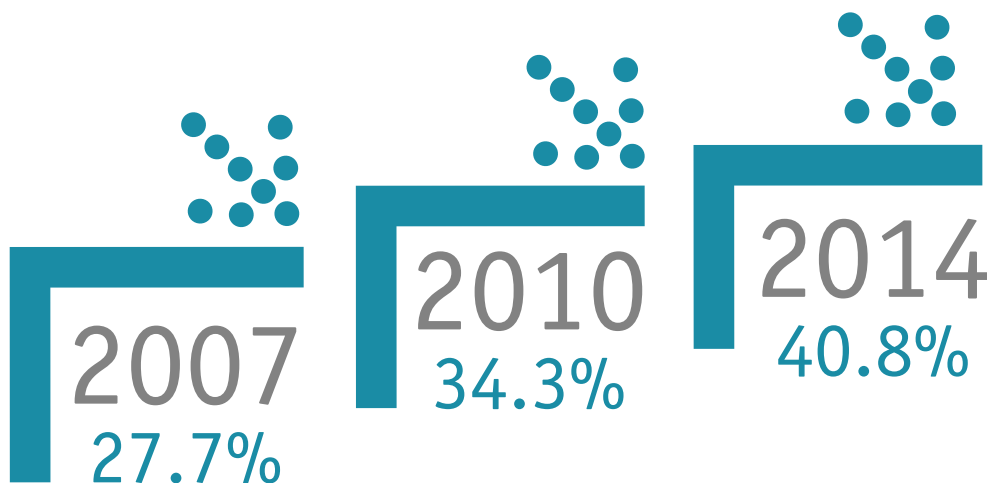
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI¹

También es importante analizar la otra metodología que son los requerimientos financieros al sector público para saber si existe un endeudamiento excesivo al medirlo como proporción del PIB.

¹ De acuerdo con la metodología que utiliza la CNBV para calcular el financiamiento al sector público.

El Cuadro IV.3 presenta datos que muestran como el saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público se han incrementado en 13 puntos porcentuales entre 2007 y junio de 2014. Aquí se contemplan solo las necesidades de financiamiento de la actividad pública, ya sea por gasto directo, pago de intereses y amortizaciones. Este es un indicador más amplio del que se dispone para evaluar las obligaciones financieras del sector público, derivadas de las transacciones que realiza.

Cuadro IV.2 Saldo histórico de los requerimientos de financiamiento al sector público
(% del PIB a junio de 2014)



Fuente: Elaboración propia con datos de la SHCP e INEGI²

Podemos concluir que el mensaje es similar con las dos metodologías: el endeudamiento se ha incrementado desde 2007 de manera importante. Es mucho más evidente cuando se incluye la deuda de Pemex y CFE, y la de estados y municipios. De 2007 a 2013, el gobierno aumentó su deuda en 17 puntos, mientras que el sector privado sólo la incrementó en 12. Por donde lo veamos el financiamiento al gobierno tiene una mayor dinámica.

² Entre otros, incluye a proyectos de inversión pública financiados por el sector privado (PIDIREGAS) y los requerimientos financieros del Fondo Nacional de Infraestructura (FONADIN), así como la pérdida o ganancia esperada del crédito otorgado de los bancos de desarrollo y fondos de fomento.

V Los balances sectoriales

Medir la evolución del ahorro financiero y su canalización hacia financiamiento a través del sistema financiero es un tema de interés. Para realizar el análisis anterior es relevante evaluar la función de intermediación que han tenido los diferentes participantes en la configuración del balance entre ahorro y financiamiento.

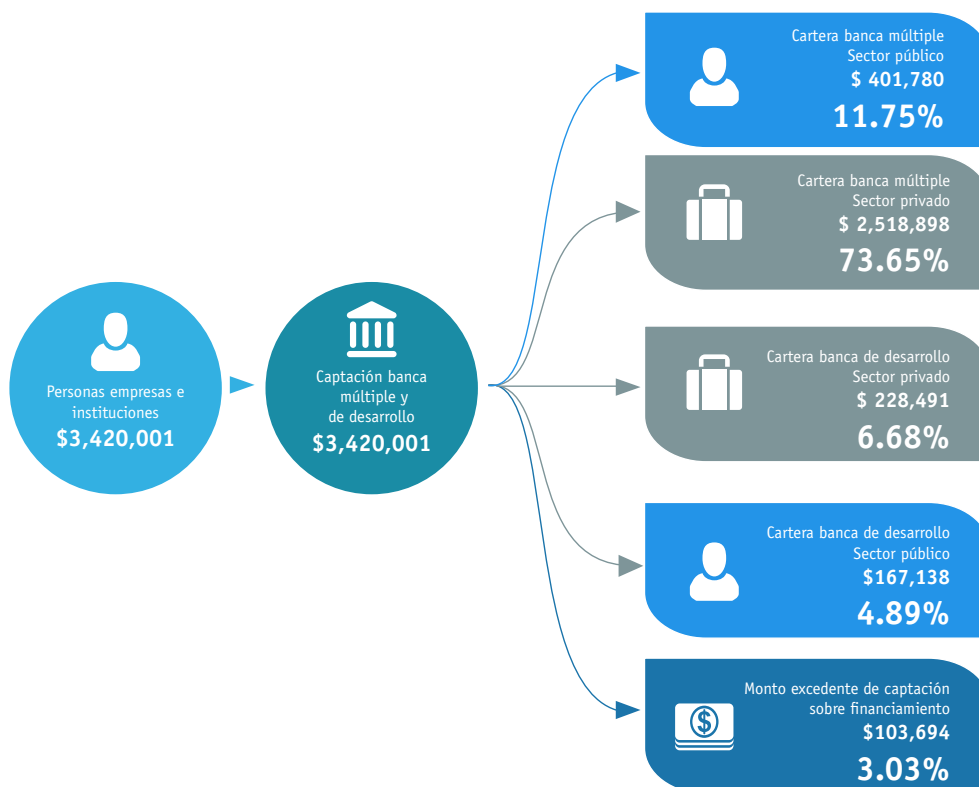
En esta sección se presentan para el caso de México los balances del ahorro y financiamiento de la banca, el sector asegurador, afores, sociedades de inversión y el financiamiento externo. Se utiliza la información que publica la CNBV para hacer el análisis.

V.1. Sistema bancario

El sistema bancario recibe el ahorro o recursos excedentes de personas, empresas e instituciones, y facilita su movilización hacia otras empresas y personas que requieran esos fondos, así como al propio estado. Por la importancia que tiene el sistema bancario, es relevante analizar con detalle el origen y el destino de los recursos que recibe.

Como se puede observar en el Cuadro V.1.1, la captación de la banca múltiple y de desarrollo en México al cierre de 2013 era de \$3,420,001 millones de pesos corrientes. De esta cantidad, el sistema bancario privado utiliza para financiar al sector privado un 73.65 por ciento, es decir casi tres cuartas partes de la captación. Por lo tanto, se puede afirmar que la banca en México ayuda a financiar proyectos de la iniciativa privada: personas y empresas.

Cuadro V.1.1 El balance ahorro-financiamiento de la banca
(Millones de pesos corrientes a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

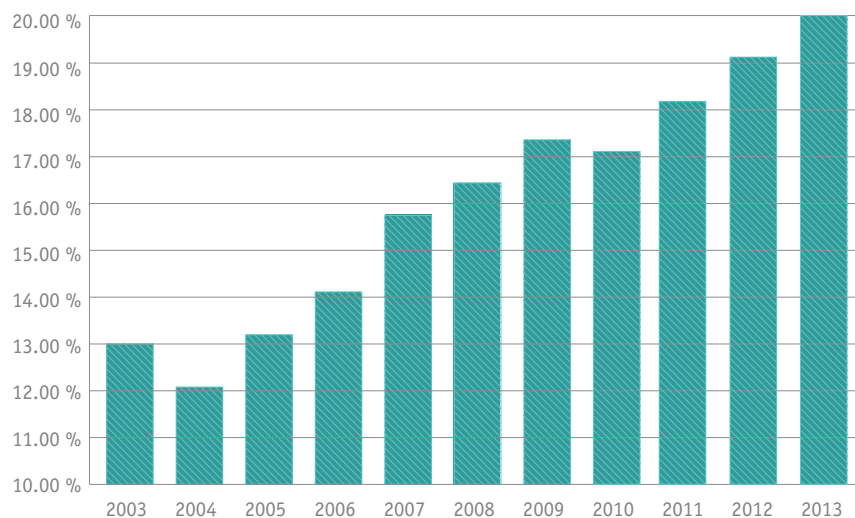
Cabe señalar que existe una diferencia de \$103,694 millones de pesos corrientes que corresponden al 3.03 por ciento del total y es un diferencial entre la captación de la banca múltiple y la banca de desarrollo con los datos del financiamiento que otorgan.

Es importante hacer notar la poca participación directa que tiene la cartera de la banca de desarrollo en el financiamiento al sector privado, ya que sólo representa el 6.68 por ciento del total de recursos captados por la banca. Sumados los recursos de la captación de banca múltiple y de desarrollo que financian al sector privado, representan más del 80 por ciento del total de la captación.

Otro dato relevante es que la banca múltiple destina solo el 11.75 por ciento de los recursos captados a financiar al sector público.

En la Gráfica V.1.1 se observa el incremento que la captación de la banca ha tenido desde 2003 al pasar de casi 13 por ciento a poco más del 20 por ciento del PIB en 2013. Es decir, sus indicadores de profundización se han multiplicado aproximadamente 1.5 veces en el período.

Gráfica V.1.1 Captación de la banca múltiple y de desarrollo (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV e INEGI

En conclusión, la dinámica de la captación de la banca ha sido tal que ha crecido en proporción similar al crecimiento del ahorro total y su destino es financiar principalmente al sector privado.

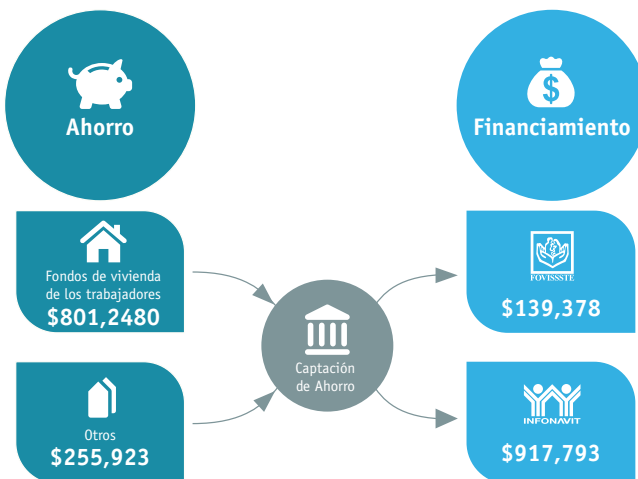
V.2. Organismos de vivienda del Estado

El INFONAVIT y el FOVISSSTE tienen una función importante en el otorgamiento de financiamiento hipotecario en México, tanto por el número de créditos como por la cantidad de financiamiento que otorga.

Un dato para poner en contexto la relevancia de este sector en el mercado mexicano: aporta casi una cuarta parte del financiamiento interno del sector privado.

Sin embargo, es importante analizar el balance ahorro-financiamiento de este sector de la vivienda en México. En el Cuadro V.2.2 se aprecian los montos que el INFONAVIT otorga en financiamientos (equivale aproximadamente a 6 puntos del PIB). Por su parte, la cartera de FOVISSSTE es de aproximadamente el 1 por ciento del PIB.

Cuadro V.2.2 Balance ahorro-financiamiento en vivienda
(Millones de pesos corrientes a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Al analizar el balance de origen y asignación de los recursos es importante señalar que este sector presenta un desbalance ahorro-financiamiento importante por \$255,923 millones de pesos.

Lo anterior se debe a que el INFONAVIT y el FOVISSSTE han utilizado los recursos que tienen para prestar provenientes de los fondos de los trabajadores, pero han tenido que obtener recursos por otra vía para continuar con el ritmo de financiamiento a la vivienda. Esto muestra una posible debilidad a futuro en este mercado de financiamiento.

V.3. El sector asegurador

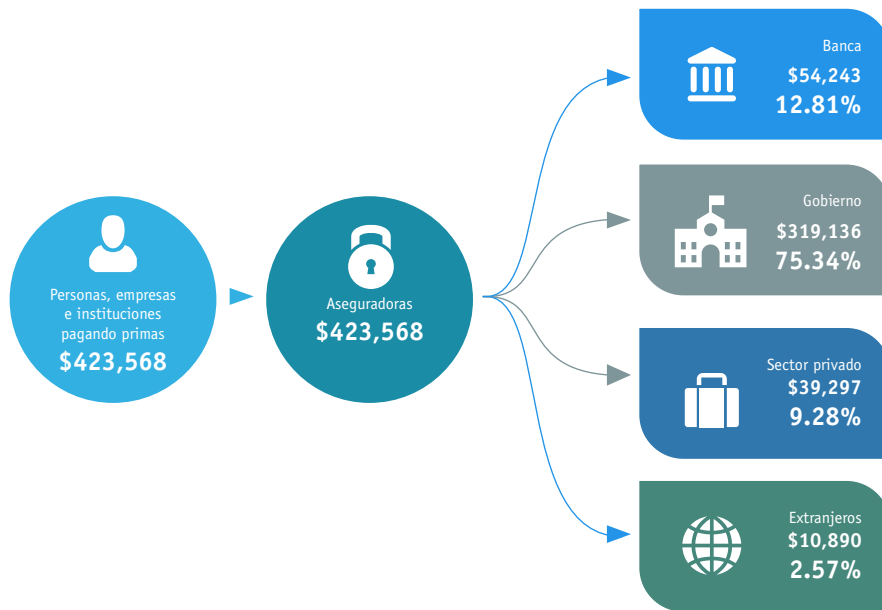
El sector asegurador es muy relevante en el sistema financiero y en la economía, ya que su función de intermediación consiste en transferir riesgos. Lo hace cobrando primas por eliminar riesgos a los agentes económicos.

Se puede afirmar que además de su función de administrar y mitigar los riesgos, la industria de seguros canaliza ahorro.

Relevante para nuestro análisis es entender cómo se invierten en diferentes instrumentos financieros los recursos de las primas que cobran.

Actualmente, el ahorro de las aseguradoras en México representa aproximadamente el 3 por ciento del PIB. De esta forma, el sector asegurador contribuye a la generación del ahorro interno del país, lo que permite el financiamiento de actividades productivas a través de su función de inversionista institucional.

Cuadro V.3.1 Balance ahorro-financiamiento del sector asegurador
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Del análisis del destino de los recursos se observa que es el gobierno quien recibe el 75.34 por ciento de los fondos que manejan las aseguradoras. Es decir, el sector de seguros preponderantemente financia al sector público.

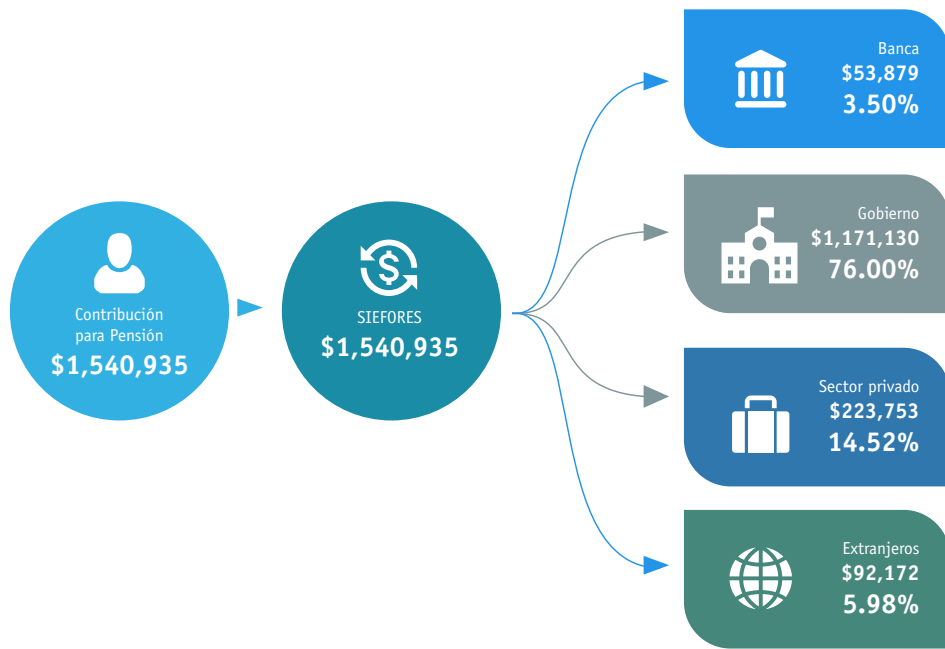
V.4. Afores

Independientemente de las bondades de la reforma que se hizo en 1997 al Sistema de Pensiones del Instituto Mexicano del Seguro Social, con la que se limitó el creciente costo fiscal del régimen anterior, se tuvieron efectos colaterales importantes en la generación de una base de ahorro interno estable en los últimos 15 años. Los datos muestran cómo el Sistema de Ahorro para el Retiro ha tenido efectos macroeconómicos favorables para México, ya que ha aumentado de manera sostenida y significativa el ahorro financiero interno.

El diseño del sistema de pensiones en México se basa en tres pilares: en primer lugar, un piso de pensión mínima garantizada por el gobierno; en segundo lugar, cuentas personales de jubilación administradas por gestores de fondos de pensiones privados, y en tercero, cuentas de ahorro voluntario para la jubilación.

De acuerdo con la información de la CNBV, las Afores han utilizado sus recursos para financiar preponderantemente al gobierno mexicano, tal como se ve en el Cuadro V.4.1, ya que el gobierno recibe el 76 por ciento de los recursos de las SIEFORES. Este dato muestra cómo el gobierno ha requerido financiamiento en los últimos años, y las afores han adquirido los bonos que emite el gobierno mexicano para financiarse.

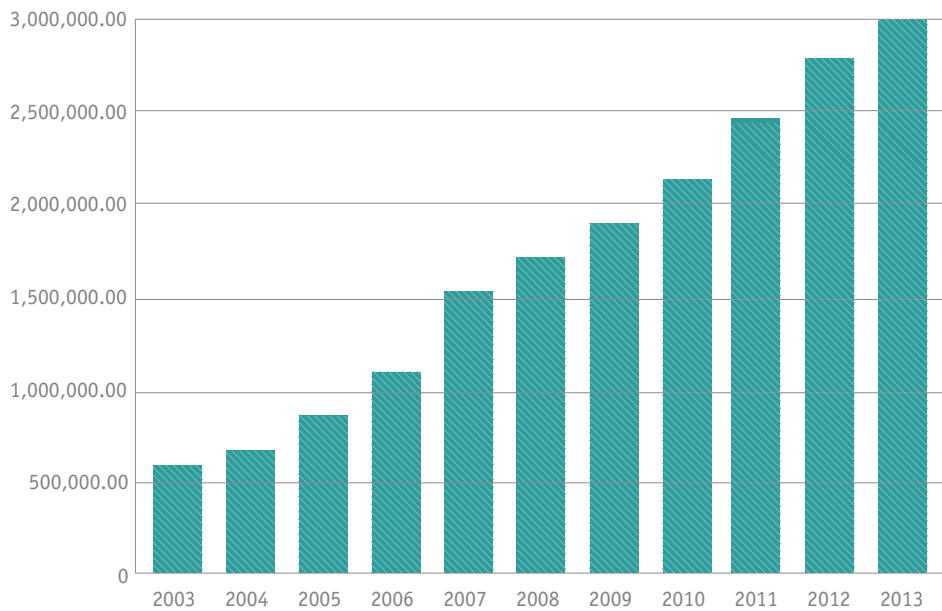
Cuadro V.4.1 Balance ahorro-financiamiento de SIEFORES
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Cabe señalar que hay información de la CONSAR que muestra otros saldos. Esto se debe a que las metodologías que utiliza esta autoridad, a diferencia de la CNBV, incluyen los recursos administrados por otras instituciones como Pensión ISSSTE. De ahí proviene una diferencia importante entre los datos de la Gráfica V.4.1 y el Cuadro V.4.1.

Gráfica V.4.1 Recursos registrados por las AFORES
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CONSAR

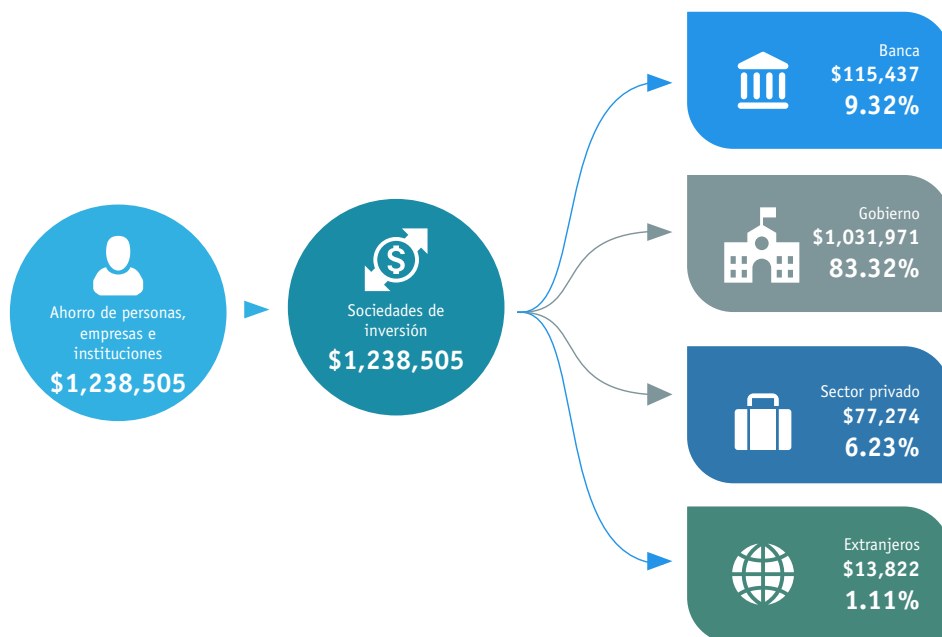
Para ambas informaciones se puede afirmar que los recursos administrados por las afores han crecido de manera importante y han permitido el financiamiento de empresas mexicanas, así como proyectos productivos, pero principalmente han servido para financiar al gobierno.

V.5. Sociedades de inversión

Las sociedades de inversión son la vía más eficiente para que los inversionistas privados tengan acceso a canalizar su ahorro a instrumentos del Mercado de Valores.

En las dos secciones anteriores se tuvo evidencia de cómo la deuda del gobierno concentra los recursos financieros de las aseguradoras y de los fondos de pensiones. Las sociedades de inversión, como inversionista institucional, no son la excepción, ya que destinan el 83.32 por ciento de los recursos que administran a financiar al sector público, tal como se aprecia en el Cuadro V.5.1.

Cuadro V.5.1 Balance ahorro-financiamiento de las sociedades de inversión
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV. No incluye la inversión en renta variable.

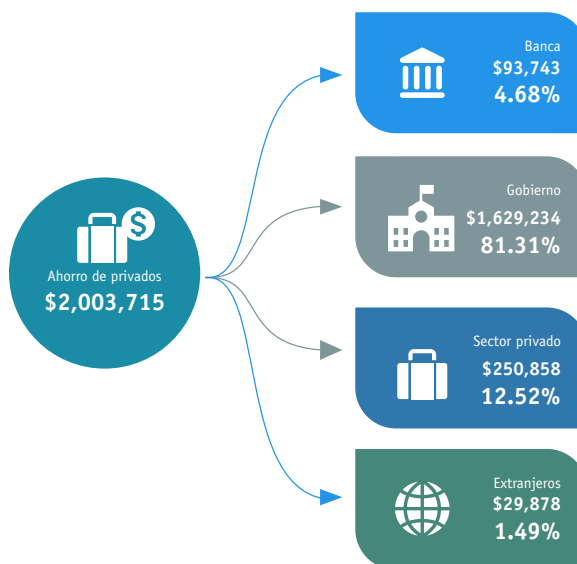
Al concluir con el análisis de la estructura de financiamiento de los inversionistas institucionales, queda muy claro que el gobierno es el que preponderantemente se financia con estos recursos.

V.6. Inversionistas particulares

La CNBV proporciona información sobre el ahorro de personas, empresas e instituciones en México, el cual es custodiado y/o administrado por los intermediarios financieros. Es importante analizar el balance ahorro-financiamiento de este segmento que representan los inversionistas particulares.

En el Cuadro V.6.1 se muestra cómo en este caso, también es al gobierno a quien se financia de manera preponderante por este canal. De los recursos que se obtienen de los inversionistas particulares el gobierno absorbe el 81.31 por ciento para financiarse.

Cuadro V.6.1 Balance ahorro-financiamiento de los inversionistas particulares
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Nos encontramos con una situación similar a la que vemos para los inversionistas institucionales, ya que tenemos que estas cuatro entidades financian al sector público de manera preponderante.

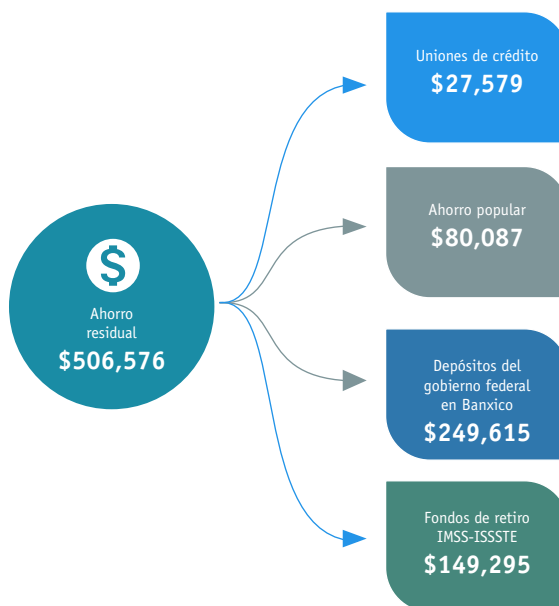
La realidad anterior nos lleva a plantear que este comportamiento se puede explicar por un tema de oferta, de escala y de riesgo. Lo primero tiene que ver con la gran disponibilidad de valores públicos y la poca disponibilidad de valores privados. La poca disponibilidad de valores privados se debe a un tema de escala (no se invierte en deuda de empresas pequeñas) y de riesgo (porque pide una alta calificación). Esto lleva a que el intermediario natural para financiar al sector privado sea la banca y eso es lo que sucede.

V.7. Balance residual

En la base de datos de la CNBV existen otros intermediarios que canalizan parte del ahorro interno. Estos son las uniones de crédito y las entidades de ahorro popular. Además, también encontramos otro tipo de ahorro que corresponde a lo contabilizado en los depósitos que el gobierno federal tiene en el Banco de México y los fondos de retiro del IMSS-ISSSTE.

A continuación se muestra este ahorro, que llamamos residual y que representa el 3.5 por ciento del ahorro total.

Cuadro V.7.1 Balance ahorro residual-financiamiento
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

El financiamiento residual se compone principalmente de los depósitos del gobierno federal en el Banco de México (con un 49.27 por ciento), los fondos de retiro del IMSS y el ISSSTE (con el 29.47 por ciento).

Las uniones de crédito y las entidades de ahorro popular representan alrededor del 20 por ciento de este ahorro residual y su intermediación se hace de manera similar a la de la banca, es decir, financian fundamentalmente al sector privado.

V.8. Financiamiento externo

Los flujos de capital hacia México pueden proporcionar el financiamiento necesario para aumentar la inversión productiva y tener un impacto en el crecimiento económico. Esto se debe a que los recursos complementan al ahorro interno. En los últimos años este ahorro externo en México ha sido muy importante para financiar las necesidades de inversión. Pero estos flujos en exceso también pueden estar asociados con dinámicas no deseables en el futuro.

Otra manera de explicar lo anterior es con la identidad que existe en una economía en la que Ahorro es igual a Inversión. Esta se puede presentar de manera simple con la siguiente expresión:

$$\text{Inversión} = \text{Ahorro Privado} + \text{Ahorro Público} + \text{Ahorro Externo}$$

La ecuación anterior deja claro como en una época en la que se tienen elevados niveles de inversión y el ahorro interno es menor, se requiere de ahorro externo para complementarlo.

México ha experimentado un aumento significativo en los flujos de capital durante los últimos años. La reducción de las tasas de interés en los países desarrollados es una razón que puede explicar el flujo de capitales hacia América Latina.

Los factores externos tienen un papel importante en la determinación de los flujos de capital a la economía mexicana. No obstante, se debe reconocer que el potencial de crecimiento de México, así como las reformas económicas estructurales mejoran el atractivo del país para la inversión.

En el Cuadro V.8.1 se puede ver que el gobierno utiliza para financiarse la mayor parte del ahorro externo con un 72.70 por ciento.

Por su parte, dentro del ahorro externo al sector privado, este se encuentra concentrado en el sector de empresas corporativas de gran tamaño. Es decir, este ahorro está limitado y no es disponible para todos.

Cuadro V.8.1. Balance ahorro-financiamiento del ahorro externo
(Millones de pesos a diciembre de 2013)



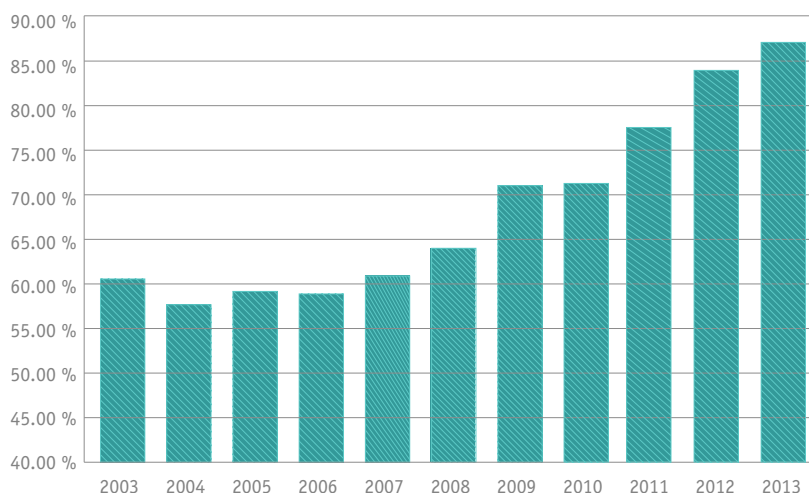
Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Es decir, el ahorro exterior también se canaliza preponderantemente al sector público. Por lo que respecta a su crecimiento, este ha sido muy dinámico y muy relevante para nuestra economía. Era importante entender por cuanto tiempo continúa destinándose el ahorro de los extranjeros a nuestra economía.

VI Consideraciones finales

Hemos analizado cómo se destinan los recursos del ahorro que se genera en México, tanto el interno como el externo. Es importante recalcar que tanto ahorro como financiamiento han tenido un importante crecimiento desde 2003 medido como proporción del PIB. Se muestra a continuación el caso del financiamiento total en México.

Gráfica VI.1 Financiamiento total en México
(% del PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la CNBV

Si consideramos también la gráfica III.I se observa un paralelismo en el crecimiento del financiamiento total en México y el crecimiento del ahorro. En ambas variables se aprecia un aumento cercano a los 30 puntos del PIB en el período.

Aunque no se puede decir que su dinámica ha sido constante en el período 2003 - 2013, al considerar solo el período parcial de 2006 a 2013, el ahorro externo ha crecido más que el interno. Lo anterior ha sido un fenómeno positivo ya que ha implicado un aumento en la disponibilidad de recursos para financiar al sector público y al privado.

Por su parte, excepto por el sector bancario y los organismos de vivienda del Estado, el resto de las fuentes de ahorro financian preponderantemente al sector público.

VII Conclusiones

Si bien hay desequilibrios globales, en este documento se analizaron los desequilibrios externo y público en México para entender nuestra situación actual.

A manera de contexto, es importante señalar que de acuerdo con la literatura económica:

- a) El desequilibrio fiscal genera deuda con la posibilidad de tener un efecto “*crowding out*”:
 - Es importante recordar que cuando el endeudamiento del gobierno se incrementa muy por encima del crecimiento real de la economía, la demanda de crédito privado compite por fondos prestables. Cuando hay restricciones se da este efecto expulsión (*crowding out*) por parte del sector público hacia el sector privado del mercado del crédito, con el consiguiente daño para el crecimiento de la economía.
- b) El desequilibrio externo genera vulnerabilidad, ya que la evidencia muestra que el ahorro externo no puede crecer indefinidamente. De hecho, un exceso de ahorro externo podría causar problemas en la economía, en caso de alguna reversión de los flujos de capitales ocasionada por la percepción de riesgo interno.

En lo que respecta al análisis que presentamos para el caso mexicano, resaltan las siguientes conclusiones:

- En cuanto al ahorro, México ha tenido un crecimiento razonable en términos del tamaño de esta variable medida como proporción del PIB entre 2003 y 2013.
- Existe una mezcla adecuada entre el ahorro interno y el externo, que ha ido cambiando entre 2006 y 2013.
- El tener flujos de ahorro externo relevantes ha sido muy importante para México.
- El ahorro externo ha tenido una mayor dinámica en los últimos cuatro años y es deseable que se mantenga un cierto flujo para financiar las necesidades de inversión del país.

- El financiamiento ha tenido una buena dinámica de crecimiento, tanto para el sector público como para el privado. Cabe señalar que el financiamiento hacia el sector público es preponderante.
- Los bancos son los que financian con más recursos al sector privado.
- El INFONAVIT y el FOVISSSTE son una fuente de financiamiento muy importante para las familias, aunque el modelo financiero se está agotando, ya que hoy necesita de financiamiento del mercado de valores.
- Las afores, aseguradoras, sociedades de inversión y los inversionistas privados, financian preponderantemente al sector público.
- Finalmente, el ahorro externo financia principalmente al sector público. Aunque los niveles actuales están en rangos razonables, si la tendencia continúa por un periodo prolongado de tiempo, aumenta el riesgo de tener una salida de capitales abrupta.

Los hechos anteriores permiten plantear una serie de reflexiones hacia el futuro:

- a)** La deuda del gobierno está creciendo. El endeudamiento del sector público ha venido creciendo de manera constante desde 2007.
- b)** Los efectos del destino de este endeudamiento pueden tener o no un efecto en el corto plazo. Es decir, si el endeudamiento se destina a infraestructura y servicios, podrá tener un impacto positivo en el crecimiento, pero si fue para gasto corriente no lo tendrá.
- c)** Se ha financiado buena parte del déficit público con el ahorro externo, lo que ha aumentado la vulnerabilidad de la economía a una salida de capitales.
- d)** La dinámica del ahorro total ha sido tal que no ha sido problema financiar las diferentes actividades del sector público y del sector privado. Hoy no hay indicios de un efecto “*crowding out*”.

- e) Sin embargo, el efecto anterior se puede presentar en algún momento durante los próximos años, sobre todo si el gobierno sigue incrementando su deuda, como ha sucedido en 2013 y 2014.
- f) En cuanto al déficit público, hay que preguntarse hasta cuándo serán bien vistos la heterodoxia y el endeudamiento. Esto puede generar percepción de mayor riesgo en el exterior.
- g) El ahorro externo, que en la actualidad ha sido un buen y necesario complemento, puede llegar a ser fuente de inestabilidad en el sistema financiero.

En resumen, si bien hay desequilibrios fiscales y externos, hoy están en niveles razonables y sostenibles. Sin embargo, de mantenerse la trayectoria actual de gasto y endeudamiento, las consecuencias pueden ser menos oferta de crédito al sector privado. Lo anterior debido a que se depende de flujo importante de recursos del exterior hacia México. Si se da dicho flujo en el mediano plazo le puede generar una vulnerabilidad a nuestra economía. Este es el camino por el que transitamos actualmente como país.

Referencias

Aschauer, A., 1989. "Does public capital crowd out private capital?". *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 24(2), páginas 171-188, septiembre.

Barro, R. J. 1989. "The Ricardian Approach to Budget Deficits". *Journal of Economic Perspectives*, Spring.

Bernanke, B. (2007). "Global imbalances: recent developments and prospects". Speech 317, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Blanchard, O. y Giavazzi, F., 2002 "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, 33(2), pp. 147-86.

Blanchard, O. y Milesi-Ferretti, M., 2010, "Global imbalances: in midstream?", in: Blanchard, O. and SaKong, I., "Reconstructing the world economy". *International Monetary Fund*.

Bulir , A. y Swiston, A. 2006. "What Explains Private Saving in Mexico?". *IMF Working Paper*.

Caballero, J., 2012, "Do surges in international capital flows influence the likelihood of banking crises?". *IDB Working Paper No. 305*.

Cheung, Y., Menzie D. Chinn., 2007, "The Overvaluation of Renminbi Undervaluation". *Journal of International Money and Finance*, 26(5), Elsevier, pp. 762-785.

Erden, L. y Holcombe, R. 2006. "The Linkage Between Public and Private Investment: A Co-integration Analysis of a Panel of Developing Countries". *Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association, vol. 32(3), páginas 479-492, Summer.

Erden, L. y Holcombe, R. 2005. "The Effects of Public Investment on Private Investment in Developing Economies". *Public Finance Review*, vol. 33(5), páginas 575-602, septiembre.

Furceri, D. y Sousa, R. 2009. "The Impact of Government Spending on the Private Sector: Crowding-out versus Crowding-in Effects". *NIPE Working Papers 6/2009*, NIPE - Universidade do Minho.

Ito H, y Chinn M., 2007. "East Asia and Global Imbalances: Saving, Investment, and Financial Development". *NBER Working Papers 13364*, National Bureau of Economic Research, Inc.

Lopez H., Schmidt-Hebbel y Servén, L. 2000. "How Effective is Fiscal Policy in

Raising National Saving?”. *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 82(2), páginas 226-238, mayo.

Prasad, Eswar y Rajan, Raghuram G. y Subramanian, Arvind, 2007. “Foreign Capital and Economic Growth”. IZA Discussion Papers 3186, Institute for the Study of Labor (IZA).

Roubini, N., y Setser B., 2004. “The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances”. NYU publication.

Shin, H S., 2012, “Global banking glut and loan risk premium”. Mundell-Fleming Lecture, presented at the 2011 IMF Annual Research Conference.

Wong, C. y Carranza L., 1999. “Policy Responses to External Imbalances in Emerging Market Economies: Further Empirical Results”. IMF publications.



F U N D E F

Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.