

CRISIS, INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y DECISIONES DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS EN AMÉRICA DEL NORTE

Por: Fernando Velázquez Vadillo¹

INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo nos referiremos a los países de América del Norte preocupándonos, en una perspectiva comparativa, por la evolución reciente de sus estructuras Financieras. Por éstas últimas entenderemos:

* La Estructura del Sistema Financiero en relación al Financiamiento de la Economía, que ilustraremos mediante los pesos en el PIB, de las Instituciones Financieras Monetarias (IFM), Instituciones Financieras No Monetarias (IFNM), y el Mercado Accionario.

* La Estructura del Sistema Financiero en relación al Financiamiento del Sector Privado, que evaluaremos mediante el peso en el total del Financiamiento al Sector Privado, del Financiamiento de los IFM, de los IFNM y de la Capitalización del Mercado Accionario.

* La Estructura de Financiamiento de las Empresas No Financieras, que apreciaremos mediante ratios de endeudamiento elaborados a partir de los datos de la Contabilidad Nacional en los casos de los EUA y Canadá, y de una muestra de Grandes Empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores en el caso de México.

La crisis financiera pudo haber modificado, aminorándolas, reforzándolas o incluso revirtiéndolas, tendencias de largo plazo. Entre estas tendencias incluimos aspectos como los siguientes: Crecimiento de los Mercados Financieros, Reducción del Financiamiento Bancario, Progresión del Financiamiento de los IFNM y Reducción del endeudamiento de las Empresas No Financieras.

¹ El autor es Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana Azcapotzalco. Miembro del Área de Integración Económica.

En este trabajo intentaremos poner en evidencia, a partir del análisis de la evolución de datos sobre las Estructuras Financieras, los cambios en esas tendencias que pudieran ser atribuidos a la aparición de la crisis financiera. Aunque haremos referencia a esos cambios calificándolos de “consecuencias” de la crisis, es claro que pueden considerarse como manifestaciones de ésta (caída del valor de la capitalización del Mercado Accionario) e incluso como signos de una fragilidad financiera que progresa (crecimiento del endeudamiento de las empresas) y que profundiza la crisis financiera. **Nuestro interés principal es mostrar los cambios en las Estructuras Financieras que acompañan temporalmente a la aparición y expansión de la crisis financiera reciente, distinguiendo entre esos cambios aquéllos que son comunes a los países de América del Norte y aquéllos que son particulares a cada país.**

En la Parte I, presentaremos Elementos Teóricos relacionados con las Estructuras Financieras y algunos aspectos centrales de la crisis financiera reciente. En la Parte II, analizaremos la evolución de las Estructuras Financieras en los países de América del Norte tratando de identificar eventuales consecuencias de la crisis.

I. Elementos Teóricos sobre las Estructuras Financieras y aspectos centrales de la crisis financiera.

En esta Primera Parte de nuestro trabajo expondremos brevemente aspectos teóricos del análisis de las Estructuras Financieras así como algunos de los elementos que contribuyeron a la aparición de la crisis financiera de los EUA.

Presentaremos brevemente el Modelo de la Intermediación Financiera de Gurley y Shaw (A), que permite comprender la distinción conceptual de los Sistemas Financieros entre Economías basadas en Mercados Financieros o en el Sistema Bancario (B).

También expondremos algunos aspectos ligados a la aparición de la crisis financiera de los EUA y que aportan elementos al análisis de la evolución reciente de las Estructuras Financieras en América del Norte (C):

A. El Marco Teórico de la Intermediación Financiera de Gurley y Shaw.²

El esquema Teórico de Gurley y Shaw, propuesto en 1960, es de una actualidad que puede sorprender si se consideran los cambios que la economía mundial ha presenciado desde entonces. Esta síntesis del funcionamiento del Sistema Financiero plantea la distinción entre el Financiamiento en los Mercados Financieros y el Financiamiento Intermediado (Financiamiento Directo e Indirecto respectivamente).

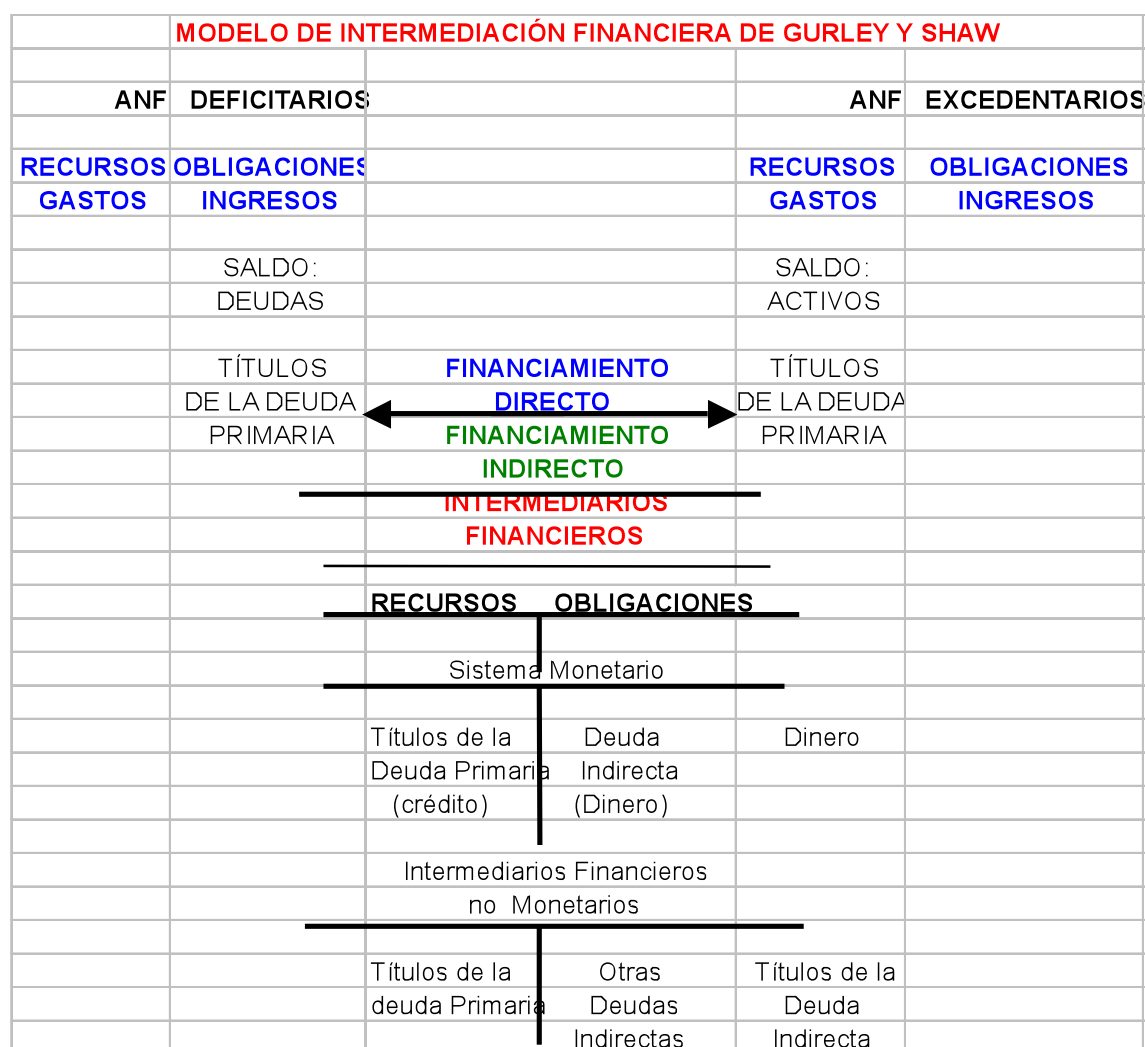
Este modelo propone que para cubrir su déficit de financiamiento, los Agentes Deficitarios (AD) (Empresas) recurren a los recursos excedentes de los Agentes Excedentarios (AE) (Hogares). La transmisión de esta capacidad de financiamiento puede efectuarse directamente: las empresas emiten títulos de financiamiento de corto o largo plazo que los autores denominan títulos de la Deuda Primaria (Papel Comercial, Pagarés, Obligaciones, Acciones), los cuales son adquiridos por inversionistas en los mercados financieros (Agentes Excedentarios). Las empresas pueden también procurarse recursos de financiamiento vendiendo los títulos de la Deuda Primaria a Intermediarios Financieros Monetarios (IFM) (Bancos) o a los Intermediarios Financieros No Monetarios (IFNM) (Sociedades de Ahorro, Mutuales, Hipotecarias). Esta última vía constituye el Financiamiento Intermediado en la que se incluye la distribución de crédito que se interpreta como una venta de títulos primarios de deuda al Intermediario Financiero.

² La redacción de este punto se basa ampliamente en la exposición del modelo de Gurley y Shaw presentado por Françoise Renversez, 1991:10-21.

Los Intermediarios Financieros emiten títulos de la Deuda Secundaria o Indirecta, por ejemplo Depósitos a la Vista (Bancos) o a Plazo, Cuentas de Ahorro y Diferentes instrumentos de Inversión de los IFNM, que son adquiridos por los Agentes Excedentarios. Estos títulos de la Deuda Secundaria permiten a los IF realizar una doble función de Transformación respecto a los Títulos Primarios que adquieren: Transformación de los niveles de riesgo y liquidez; Transformación de los plazos de vencimiento. La motivación de los AE al adquirir los títulos secundarios es la de diversificar sus inversiones.

El esquema siguiente sintetiza el modelo de Gurley y Shaw.

Esquema N.1. Modelo de Intermediación Financiera de Gurley y Shaw.



Fuente: Renversez F. (2002), Dictionnaire d'Economie, Sirey, 2da. Ed., Paris, p.232.

Como se observa en este cuadro sintético, los Títulos de la Deuda Primaria pueden negociarse de tres maneras: A través del proceso de Financiamiento Directo, en el que son vendidos directamente a los Agentes Excedentarios (Emisión de títulos en los Mercados Financieros) o bien a través del proceso de Financiamiento Intermediado en el que los títulos primarios son adquiridos por el Sistema Monetario, lo que implica que los AE aceptan conservar saldos monetarios, o bien son adquiridos por los Intermediarios Financieros quienes emiten en contrapartida títulos de la deuda indirecta. Este planteamiento inicial permite establecer una distinción conceptual de los Sistemas Financieros entre Sistemas basados en los Mercados Financieros y Sistemas basados en el Sistema Bancario.

B. Distinción Economía de Mercado y Economía de Sistemas Bancarios.

El modelo de Intermediación Financiera de Gurley y Shaw permite comprender la distinción conceptual de los Sistemas Financieros entre aquellos que están basados en los Mercados Financieros (es decir en los que predomina el Financiamiento Directo) y aquellos en los que es preponderante el Sistema Bancario (en donde el Financiamiento Intermediado es preponderante). Estos sistemas se distinguen además respectivamente, por la calidad de la información pública y por la importancia de la información privada, (Boutillier, 2002;p.502).

Como lo señala este autor, debe tomarse en consideración al hacer referencia a esta distinción de los Sistemas Financieros, que ésta no es fija, es decir que los SF se transforman. Además, los miembros de ambos grupos no son homogéneos y la frontera

cada vez más flexible entre financiamiento bancario y de mercado conduce a moderar esta distinción.

El Crecimiento de los Mercados Financieros, impulsado por los procesos de Globalización e Integración Financiera conduce a suponer una tendencia de los Sistemas Financieros a orientarse hacia el esquema de Mercados Financieros. Esto implicaría consecuencias como las siguientes:

- Una participación creciente de los Mercados Financieros en el financiamiento general de la economía y en particular de las empresas no financieras, es decir una progresión del Financiamiento Directo.
- Una reducción del Financiamiento Intermediado, en particular del financiamiento bancario vía crédito.
- Una menor participación de la Deuda en la Estructura de Financiamiento de las Empresas No Financieras

La evolución hacia un esquema tipo Mercados Financieros está sin embargo lejos de ser un resultado inevitable. Al respecto M. Aglietta ha subrayado la importancia en la evolución de los Sistemas Financieros de las especificidades históricas nacionales las cuales se modifican difícilmente, así como la particularidad de la función bancaria en el acceso y difusión de la moneda central, función que distingue a los bancos respecto a los demás Intermediarios Financieros y que hace de éstos un elemento indispensable del Sistema Financiero (Aglietta, 1995; pp. 50-52).

La progresión de los Mercados Financieros y su influencia sobre la organización del Sistema Financiero y el comportamiento de Financiamiento de las Empresas fue alterada por la aparición de la crisis financiera. Esto se explica porque tanto los Mercados Financieros como el Financiamiento Intermediado, principalmente bancario, se encuentran en las bases mismas de las causas de la crisis.

C) Aspectos Centrales en la aparición de la Crisis Financiera.

La crisis financiera de los EUA mostró sus primeros signos en el año 2007 en el mercado hipotecario, se declaró plenamente en Septiembre 2008 con la quiebra de la Empresa Salomon Brothers y se difundió al resto del mundo durante ese año y a lo largo de 2009.

Esta crisis, la primera crisis de las “finanzas mundializadas” según la expresión de F. Renversez (2010; p.2), inició siendo una crisis bancaria, es decir fundada en la realización del riesgo de crédito, se convirtió después en una crisis de los mercados accionarios y financieros en general al propagarse el riesgo de mercado y acabó afectando drásticamente por ambas vías la actividad del sector real de la economía.

A la aparición de esta crisis contribuyeron una política monetaria que mantuvo las tasas de interés en niveles históricamente bajos por un muy largo período de tiempo, la expansión del crédito bancario y la actividad especulativa en mercados caracterizados por una oferta fija en el corto plazo: Vivienda y Acciones (Allen, 2007).

A estos elementos debe adicionarse la progresión de la innovación financiera, que condujo a dificultar la evaluación del riesgo y la generalización de la titulización que contribuyó a dispersarlo mundialmente.

El acceso facilitado al crédito bancario por un sistema de regulación laxo y la progresión de los precios de los activos (en particular de la vivienda y de las acciones) contribuyó a alimentar una burbuja de precios motivada por la búsqueda de ganancias a corto plazo. Este proceso en el que el crédito bancario jugó un papel esencial al alimentar la expectativa de venta de activos a precios crecientes se realizó sin mecanismos apropiados de detección y control de riesgos. La explosión de la burbuja de precios puso en evidencia la sobre-valoración de los activos tomados en colateral por

los bancos, incrementó la cartera vencida, redujo el valor de los activos bancarios y provocó que los bancos fueran cada vez más renuentes a prestarse entre sí. Esto agravó las dificultades de obtención de liquidez justo cuando ésta era más necesaria, dada la reducción en las entradas de efectivo por pago de intereses y reembolsos de sus clientes. Una interacción estrecha entre el funcionamiento de los mercados financieros y la fragilidad del Sistema Bancario fue así puesta en evidencia más que nunca por la crisis financiera (Northcott, Zelmer, 2009),

La crisis pudo tener efectos sobre los comportamientos financieros de las diferentes Instituciones del Sistema Financiero así como de la Empresas No Financieras. En la segunda parte de este trabajo trataremos de poner en evidencia las principales modificaciones suscitadas por ella.

Parte II. Crisis y Evolución de las Estructuras Financieras en América del Norte durante el período 2002-09.

En esta Segunda Parte, analizaremos en una perspectiva comparada, las consecuencias de la crisis sobre la evolución de las Estructuras de Financiamiento en América del Norte. Examinaremos sucesivamente la evolución de las Estructuras siguientes: Estructura del Financiamiento de la Economía (II.A.), Estructura del Financiamiento del Sector Privado (II. B.), Estructura de Financiamiento de las Empresas No Financieras (II. C.).

II. A. Crisis y Evolución de la Estructura del Sistema Financiero en relación al Financiamiento de la Economía (2002-2009).

Para analizar los cambios provocados por la crisis en la estructura del Sistema Financiero en relación al Financiamiento de la Economía distinguiremos aquí tres elementos principales: el primero es el Mercado Accionario, que estima la importancia del Financiamiento Directo en la Economía; como indicadores del Financiamiento Intermediado haremos referencia a los Intermediarios Financieros Monetarios (IFM) a los cuales identificaremos con el Sistema Bancario (SB), y a los Intermediarios Financieros No Monetarios (IFNM), constituidos por las Instituciones Financieras que fundan su actividad en el ahorro colectado mediante sus clientes pero sin crear Depósitos a la Vista. Referiremos el valor de cada uno de estos elementos del Sistema Financiero al Pib de manera a apreciar su importancia individual.

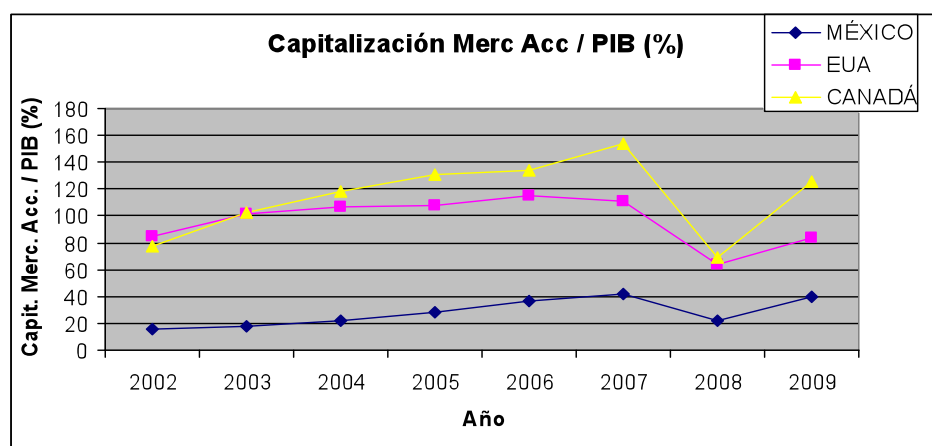
En relación al Mercado Accionario es importante recordar que el valor de capitalización es medido por el número de acciones multiplicado por su precio. Si suponemos entonces un número de acciones constante, ése valor responde a la variación del precio. Éste a su vez es determinado, dada la oferta constante, por una demanda sensible a la rentabilidad esperada de las empresas emisoras. El elemento esperado es importante porque involucra la especulación sobre la rentabilidad futura de las empresas. En la evolución del valor de capitalización y en la rapidez de sus cambios deben entonces tomarse en cuenta tanto este elemento especulativo como la posibilidad de una toma de decisiones en “tiempo real”.

La gráfica y el cuadro n.1 muestran la evolución del peso del mercado accionario en relación al PIB en los países de América del Norte. Esta relación constituye una medida significativa de la participación de estos mercados en el financiamiento de la economía (Renversez, 1991). Son evidentes tres aspectos en su evolución durante el período 2002-09): 1) El mercado accionario en relación al PIB es más importante en Canadá que en los otros países de América del Norte (alcanza un valor máximo de 153% en 2007), 2)

El peso de este mercado en el PIB progresa en los tres países de manera sostenida hasta el año 2007 para sufrir una caída importante en 2008, 3) Se recupera rápidamente en 09.

El aspecto central que nos interesa sin embargo, es que la progresión del peso de los mercados accionarios en el financiamiento de la economía muestra una ruptura temporal que puede ser atribuida a la crisis financiera: La relación Mercados Accionarios/PIB se reduce en 2008 en todos los países de América del Norte.

Gráfica n.1. Evolución de la Participación de la capitalización del Mercado Accionario en relación al PIB en América del Norte en el Período 2002-09.



Fuente: Elaboración propia con datos del Cuarto Informe Presidencial 2010.

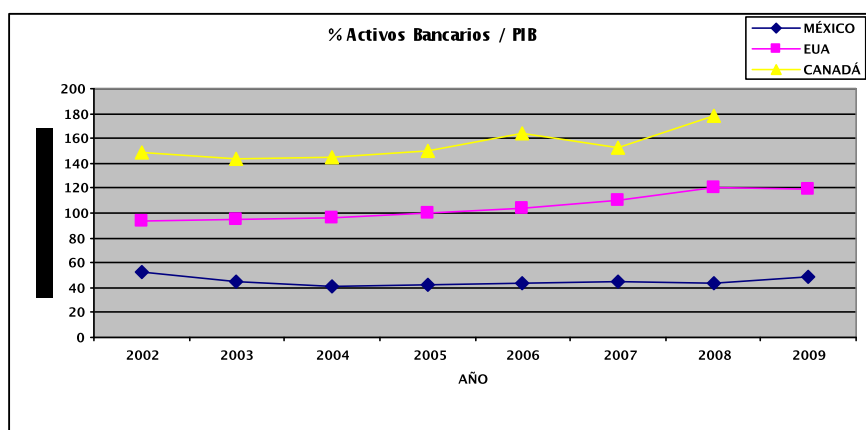
CUADRO N.1	CAPITALIZACIÓN MERCADOS ACCIONARIOS / PIB			
	% PROMEDIO (2002-2004; 2005-2007; 2008, 2009)			
	2002-2004	2005-2007	2008	2009
MÉXICO	18,6892534	35,49926	21,8637866	40,2315827
EUA	97,8212704	111,419092	64,0882171	83,8424545
CANADÁ	99,5763127	139,543727	68,8086392	125,468856

Fuente: Elaboración propia con datos del Cuarto Informe Presidencial 2010.

En cuanto al Sistema Bancario, la evolución de su participación en el PIB (Gráfica y cuadro n.2) presenta un crecimiento en los tres países de América del Norte desde 2006. México muestra un menor ritmo de crecimiento de este indicador que Canadá (donde este indicador se reduce en 2007) y los EUA. En este último país podría

haberse esperado, al contrario, una severa caída en este indicador durante 2008. En la explicación de su evolución favorable debe tomarse en cuenta la intervención del Gobierno Americano mediante la adquisición de activos depreciados a un valor superior al del mercado (activos “tóxicos”, entre ellos los créditos hipotecarios Subprime) y la inyección de recursos de capital, lo que contribuyó a mantener el valor de los activos bancarios.

Gráfica n.2. Evolución de la Participación del Sistema Bancario en relación al PIB en América del Norte en el Período 1994-2009.



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

CUADRO N.2				
	% ACTIVOS BANCARIOS / PIB			
	% PROMEDIO (2002-2004; 2005-2007; 2008-09)			
	2002-2004	2005-2007	2008	2009
MÉXICO	46,3003754	43,3790974	44,0257676	48,37492885
EUA	95,0179586	104,845503	120,325592	119,2313958
CANADÁ	145,433063	155,246413	178,070104	

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Subrayemos los aspectos siguientes:

- La indiscutible superioridad de la participación del SB en términos del PIB en Canadá respecto a los EUA y México en el período 2002-09.
- La importante progresión del peso del SB en relación al PIB en el período 2002-2009, en los EUA (94% y 119%) y Canadá (148% a 178% en 2008). Este crecimiento contrasta con el estancamiento constatado para este indicador en México en ese período (53% y 48% del PIB en 2002 y 2009. Promedio 45%).
- La evolución particular de este indicador en Canadá, en donde el peso del SB en relación al PIB se reduce en 2007 año previo a la explosión de la crisis, y en México en donde la crisis no parece afectarlo (progresó en 2008 y 2009)³.

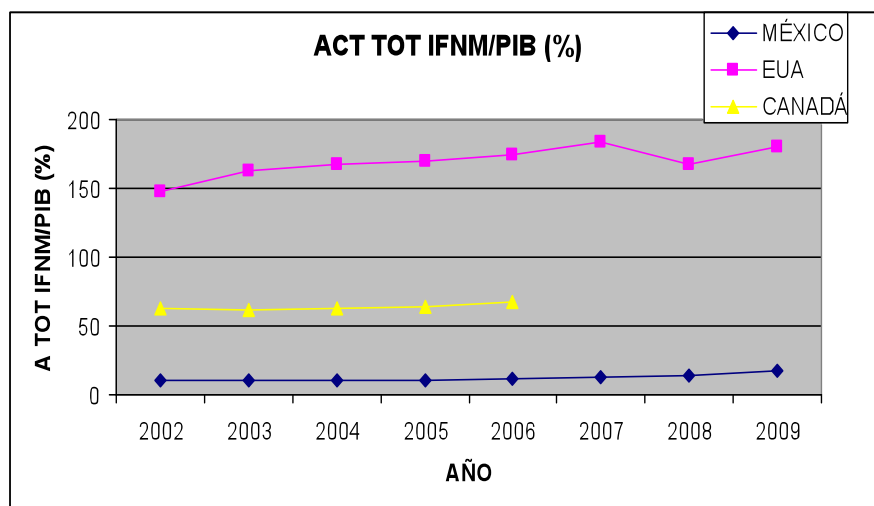
La gráfica y el cuadro n.3., presentan la evolución de la participación de los Activos de los IFNM en el PIB. A diferencia de lo que sucede con el Mercado Accionario y el SB, es en los EUA donde estos Intermediarios Financieros presentan la mayor participación respecto al PIB (184% en 2007). Esto muestra la importante progresión de los IFNM en el financiamiento de la economía en ese país. En esta progresión juegan un papel significativo tanto las características estructurales del SF, concretamente la predominancia de los MF, como el crecimiento general de la actividad de posesión de títulos (cada vez más hogares se vuelven inversionistas en esos mercados a través de los Fondos de Inversión, Boutillier, 2002).

Los casos de México y Canadá muestran una participación y crecimiento más moderados de los IFNM en el período. **La crisis financiera no parece haber afectado esta progresión en el caso de México** (no disponemos de los datos relativos a Canadá). **En cambio, se observa una clara alteración en la tendencia de crecimiento en los**

³ Respecto a esta evolución, debe recordarse que en México el Pib se redujo en 2009. (Según los datos del FMI la reducción del Pib en 2009, calculada a partir de la información en pesos es de 2,37%; cuando se aplica a los valores en pesos la tasa de cambio (pesos por dólar) promedio anual, la reducción del Pib es de 19,52%).

EUA durante 2008, año en que este indicador se reduce para progresar nuevamente en 2009.

Gráfica n.3. Evolución de la Participación de los Activos Totales de los IFNM en el PIB en América del Norte en el Período 1994-2009.



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

CUADRO N.3				
	ACTIVOS TOTALES IFNM / PIB			
	% PROMEDIO (2002-2004; 2005-2007; 2008-09)			
	2002-2004	2005-2007	2008	2009
MÉXICO	10,3154395	11,5222154	13,9119331	17,1173857
EUA	159,488052	176,248082	167,150343	179,74446
CANADÁ	62,4975364	66,2239757		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

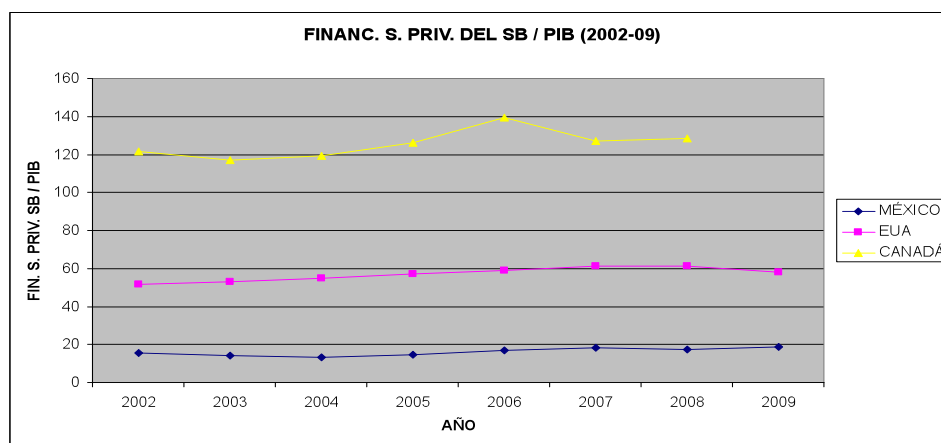
II. B. Crisis y Evolución de la Estructura del Sistema Financiero en relación al Financiamiento del Sector Privado en América del Norte (2002-09).

En este apartado haremos referencia a la evolución de la Estructura de Financiamiento del Sector Privado. En los elementos del Sistema Financiero que contribuyen al

financiamiento del Sector Privado incluiremos a los IFM, IFNM y al Mercado Accionario (éste último es entonces considerado aquí como un medio de financiamiento exclusivo del sector privado).

En cuanto a la evolución del peso del Financiamiento Bancario al Sector Privado (que incluye tanto el portafolio de crédito como el de títulos) en el Pib, se observa que este indicador es mucho más importante en Canadá que en los EUA y México (gráfica y cuadro n.4). **También puede observarse que la progresión del Financiamiento Bancario al Sector Privado se detiene para dar lugar a una reducción en los tres países en los años 2007 a 2009.**

Gráfica n.4. Evolución de la Participación del Financiamiento al Sector Privado del SB en relación al PIB (%) en América del Norte en el Período 2002-2009.



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

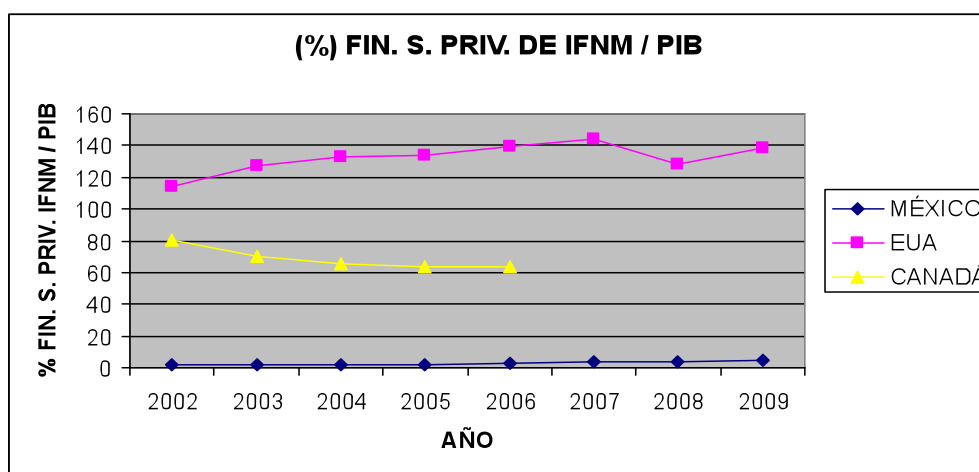
CUADRO N.4

	% FINANCIAMIENTO DEL SB AL S. PRIVADO / PIB PROMEDIO (2002-2004; 2005-2007; 2008-09)			
	2002-2004	2005-2007	2008	2009
MÉXICO	14,2808984	16,5320629	17,2514318	18,5969201
EUA	53,2032348	59,1103282	61,1138809	18,5969201
CANADÁ	119,43069	131,026601	128,323775	

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Por otra parte, la evolución del Financiamiento de los IFNM al S. Privado tomando también como referencia su peso en el Pib (gráfica y el cuadro n.5), muestra que **en los EUA los IFNM tienen una importancia fundamental en el financiamiento del Sector Privado** (su peso respecto al Pib es más del doble del correspondiente al financiamiento bancario), **mientras que este indicador es menos importante en México respecto a los otros países de América del Norte. Este indicador progresa a lo largo del período en los EUA y México, pero mientras esta progresión es constante en el caso de México, en los EUA se reduce significativamente en 2008.** **En Canadá el financiamiento de los IFNM al S. Privado se reduce hasta 2006.**

Gráfica n.5. Evolución de la Participación del Financiamiento al Sector Privado de los IFNM en relación al PIB (%) en América del Norte en el Período 2002-2009.



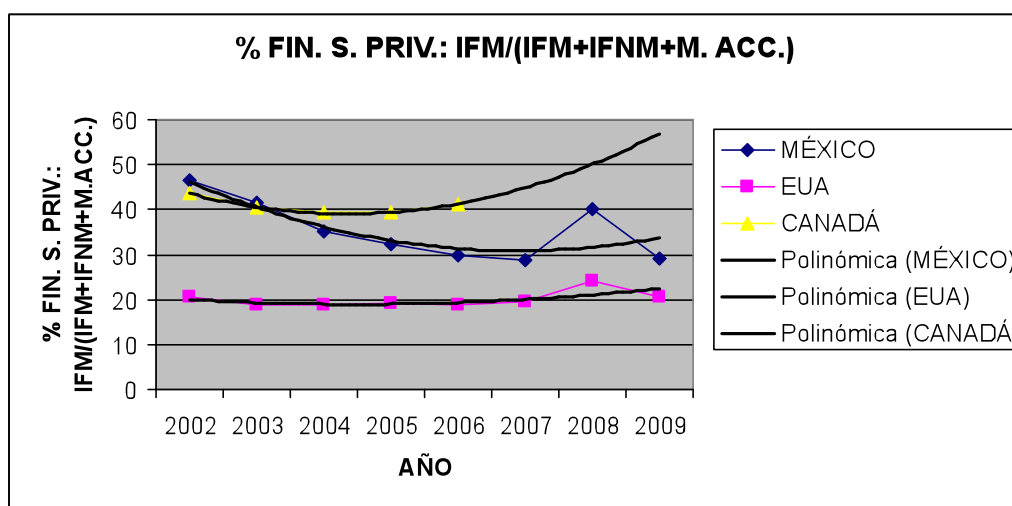
Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

CUADRO N.5					
	% FINANC. AL S. PRIV. DE IFNM / PIB				
	% PROMEDIO (2002-2004; 2005-2007; 2008-09)				
	2002-2004	2005-2007	2002-2006	2008	2009
MÉXICO	2,03350534	2,86711046		3,83514057	4,729506
EUA	124,593109	139,236092		128,586342	138,744
CANADÁ			68,643993		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Respecto a Canadá puede señalarse que la reducción constatada en el peso de los IFNM puede obedecer a la preeminencia del SB en el financiamiento del Sector Privado. No disponemos de los datos del período 2007-09, pero podemos suponer que la crisis financiera contribuyó a reducir aún más el valor de este indicador al afectar el valor de los títulos acciones y en consecuencia el valor del portafolio de negocios de estas Instituciones.

Gráfica n.6. Evolución de la Participación de los IFM en el Total del Financiamiento del Sistema Financiero al S. Privado (%), en América del Norte en el Período 2002-2009.



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Finalmente, en la gráfica y el cuadro N.6, se presenta la evolución de un indicador que hemos elaborado a partir de los diferentes datos que hemos expuesto⁴. Este indicador consiste en el cociente del peso del Financiamiento de los IFM al S. Privado en el Pib entre la suma del peso en el Pib del Financiamiento al mismo Sector de los IFM, IFNM y del Mercado Accionario.

⁴ Este indicador se inspira en la Tasa de Intermediación Financiera elaborada por el Banco Central de Francia y expuesta en el artículo de Boutillier (2002) referido en la Bibliografía.

CUADRO N.6					
	FIN. S. PRIV.: IFM/(IFM+IFNM+M. ACC.)				
	% PROMEDIO 2002-2004, 2005-2007, 2007,2008,2009				
	2002-2004	2005-2007	2005-2006	2008	2009
MÉXICO	41,018835	30,343357		40,1659781	29,25976
EUA	19,3631755	19,0873598		24,1725165	20,66763
CANADÁ	41,1071863		40,3438206		

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

El numerador estima el financiamiento de los IFM al Sector Privado, el denominador es una aproximación del Financiamiento Total del Sistema Financiero al Sector Privado (quedan fuera de este indicador la emisión de títulos de deuda a corto plazo y de obligaciones, así como el financiamiento obtenido en otros circuitos tales que el financiamiento vía proveedores o Inversionistas Institucionales).

Este indicador estima entonces la parte relativa de los IFM en el financiamiento del Sistema Financiero al Sector Privado.

En México, se observa una caída en el valor de este indicador a lo largo del período. Sin embargo presenta un salto importante en 2008 para retornar a su nivel anterior en 2009.

Nuestro indicador muestra también que los IFM son poco relevantes en el financiamiento del Sector Privado en los EUA. Sin embargo, puede observarse una tendencia a su progresión a partir de 2005 y un aumento notable en 2008. La línea de tendencia permite suponer una evolución similar en el caso de Canadá.

En total observamos en los tres países de América del Norte en el año 2008, un aumento importante de la contribución relativa de los IFM en el financiamiento del Sector Privado⁵.

La observación más importante es sin embargo, que el salto de este indicador en 2008 se inscribe en una tendencia a lo largo del período que es negativa en el caso de México

⁵ En esta evolución juega evidentemente un papel, dada la construcción de nuestro indicador, el efecto mecánico que tiene sobre su valor la caída de los mercados accionarios, incluidos en el denominador.

y creciente en Canadá y los EUA desde 2006. Esta constatación nos conduce al planteamiento siguiente: contrariamente a lo que puede deducirse de los datos expuestos, es decir, que se observa una evolución contradictoria desde 2006 de los indicadores Activos Totales del SB / Pib que progresa, y Financiamiento del SB al Sector Privado, que se reduce, el indicador de la importancia relativa de los IFM en el financiamiento a este sector, muestra que esa contradicción sólo permanece en el caso de México.

Este indicador muestra que el crecimiento de los Sistemas Bancarios de Canadá y de los EUA se acompaña de una evolución en el mismo sentido de su participación en el financiamiento total del Sistema Financiero al Sector Privado. En México al contrario se observa una disminución de esa participación paralelamente al crecimiento del financiamiento del SB a la Economía.

II.C. Crisis y Evolución de la Estructura de Financiamiento de las Empresas No Financieras en América del Norte (2002-2010).

La evolución del comportamiento de Financiamiento de las Empresas No Financieras puede apreciarse mediante la razón Deuda a Activos Totales. En nuestro análisis utilizaremos datos de la Contabilidad Nacional referentes a las Empresas No Financieras de los EUA y Canadá, así como una muestra de Grandes Empresas mexicanas cotizadas en Bolsa. Nuestro estudio cubre el período 2002-2010 (Junio).

En la Gráfica y el cuadro N.7 se observa que el nivel de endeudamiento de las empresas canadienses es superior al de las mexicanas y éste a su vez al de las empresas estadounidenses. También puede constatarse una evolución diferente de la razón de endeudamiento en Canadá respecto a los EUA y México.

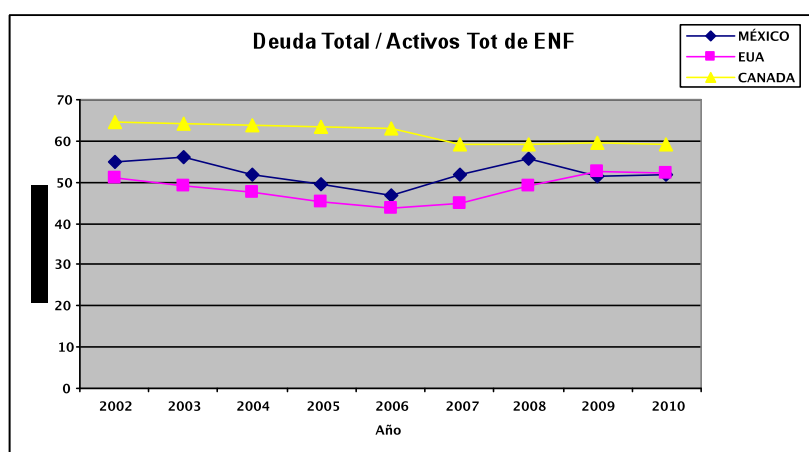
En Canadá se observa una estabilidad en el nivel de endeudamiento desde el inicio del período hasta 2007, año en que disminuye para mantenerse en un nivel más bajo en el resto del período.

Por otra parte, en los EUA y México, la razón de deuda disminuye en la primera parte del período (2002-2006) para crecer después. En el caso de los EUA esta progresión continúa hasta 2009 para estabilizarse en 2010; en México se detiene en 2009. En este año hay una disminución del endeudamiento que vuelve a progresar en 2010. Estas evoluciones contrastadas hacen que el nivel de endeudamiento de las Empresas No Financieras en 2009 sea similar en ambos países.

Las primeras manifestaciones de la crisis en 2007 y su desarrollo durante 2008, coinciden en los EUA y en México con una progresión del endeudamiento de las Empresas No Financieras.

Canadá presenta una evolución temporal similar en este indicador a la de otros expuestos más arriba: las variaciones, en este caso una reducción, se realizan en el año 2007, año previo a la manifestación evidente de la crisis financiera.

Gráfica n.7. Evolución de la Razón Deuda / Activos Totales de las Empresas No Financieras en América del Norte en el período (2002-2010).



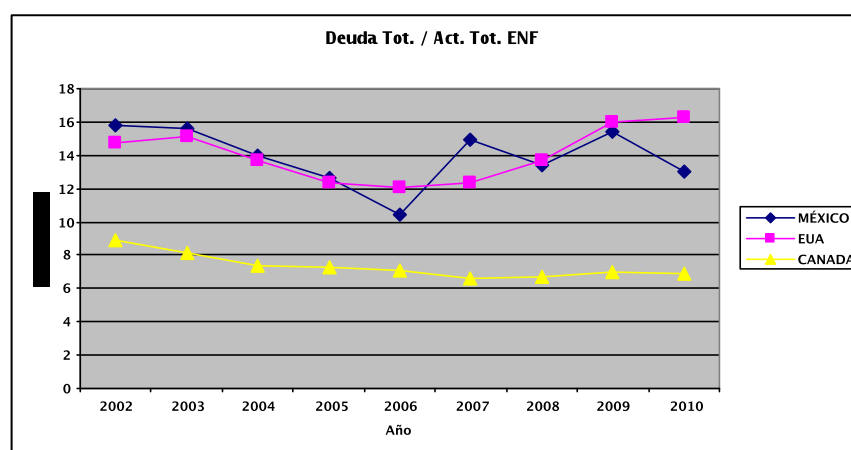
Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV, FED y Statistics Canada.

CUADRO N. 7COCIENTE DEUDA TOT./ACTIVOS TOT. (2002-2009)				
PROMEDIO	2002-2004	2005-2007	2008	2009
MÉXICO	54,1938583	49,4048676	55,8054185	51,408141
EUA	49,2514311	44,5704475	48,979897	52,5026517
CANADÁ	64,252904	61,7877477	59,0390733	59,7350469

Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV, FED y Statistics Canada.

La importancia de la emisión de Obligaciones en el endeudamiento de las empresas puede apreciarse mediante el radio Obligaciones / Activos Totales cuya evolución para las Empresas No Financieras se presenta en la gráfica y el cuadro n.8. La gráfica permite deducir que la emisión de obligaciones contribuye poco al elevado nivel de endeudamiento de las empresas canadienses y que esta contribución disminuye a lo largo del período. El endeudamiento mediante obligaciones en relación a los Activos Totales de las Empresas es más elevado y similar en México y los EUA y presenta la misma evolución durante el período (disminución hasta 2006 y posteriormente crecimiento hasta 2009), acompañando el movimiento del nivel de endeudamiento total. Esto permite sugerir que el crédito bancario tiene un mayor peso en el endeudamiento total en el caso de las empresas en Canadá que en México y los EUA.

Gráfica n.8. Evolución de la Razón Obligaciones / Activos Totales de las Empresas No Financieras en América del Norte en el período (2002-2010).



Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV, FED y Statistics Canada.

CUADRO N.8				
RAZÓN OBLIG. / ACT. TOT. DE ENF EN AM. DEL N. 2002-09				
PROMEDIO	2002-04	2005-07	2008	2009
MÉXICO	15,1215346	12,7010159	13,3906	15,3880228
EUA	14,5167175	12,2440775	13,726	15,9878888
CANADÁ	8,12535512	7,01103342	6,67275	6,96495259

Fuente: Elaboración propia con datos de la BMV, FED y Statistics Canada.

CONCLUSIONES

Podemos reunir las principales observaciones sobre las consecuencias de la crisis financiera en las Estructuras de Financiamiento de los países América del Norte en dos grupos:

- I) Pueden constatarse **consecuencias comunes** a los tres países:
 - a) La reducción del financiamiento del mercado accionario a la Economía y al Sector Privado,
 - b) La progresión del financiamiento de los IFM a la Economía en general,
 - c) La reducción del Financiamiento de los IFM al Sector Privado,
 - d) El aumento de la participación del financiamiento de los IFM en el total de financiamiento del Sistema Financiero al Sector Privado.

- II) Se observan también **consecuencias particulares** de la crisis. Éstas reflejan las características estructurales de los SF. Señalemos las siguientes:
 - a) Mientras el financiamiento de los IFNM a la Economía y al Sector Privado, se reduce en los EUA, en México mantiene su tendencia al crecimiento⁶.
 - b) El crecimiento en 2008 de la participación del SB en el Financiamiento Total del Sistema Financiero al Sector Privado se inscribe en una tendencia creciente de este indicador en Canadá y los EUA y decreciente

⁶ Podemos suponer una evolución similar a la de los EUA para Canadá, país del que no disponemos de los datos del FMI aún no publicados al momento de realizar esta redacción.

en México. c) El Endeudamiento de las empresas No Financieras durante la crisis aumenta en México y los EUA, mientras se reduce en Canadá (para este país desde 2007). d) Las obligaciones contribuyen poco al endeudamiento de las empresas en Canadá y su aporte se reduce durante la crisis, mientras que en México y Canadá son más importantes y progresan durante la crisis.

De manera general puede decirse que la crisis tuvo como consecuencia un resultado previsible: el detener temporalmente la progresión de los MF y de los IFNM e impulsar la participación del SB en el total del financiamiento del Sistema Financiero al Sector Privado.

BIBLIOGRAFÍA

- Aglietta M., *Macroeconomie Financière*, Ed. La Decouverte, 1995, París.
- Allen F. , Gale D. (2007), *Understanding Financial Crises*, Oxford U. P., Reino Unido.
- Ehrmann M. , Frachter M. ,
- Boutillier M., Labye A., Lagoutte Ch., Lévy N., Oheix V., *Financement et Gouvernement des Entreprises : Exceptions et Convergences Européennes*, Dalloz, *Revue d'Economie Politique*, 2002/4, Vol. 112.
- Federal Reserve Statistical Release, *Flow of Funds Accounts of the United States*, September 16, 2010.
- FMI, *Financial International Statistics*, varios años.
- Fontaine J. S., Seldy J., Wilkins C. (2009), « Revue du Système Financier, Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels » en *Rapports de la Banque du Canada*, Diciembre.
- Northcott C. A., Zelmer M. (2009), « Une analyse des normes de liquidité dans un contexte macroprudentiel. Revue du Système Financier, » en *Rapports de la Banque du Canada*.
- Presidencia de la República, *Cuarto Informe del Presidente Felipe Calderón*, 2010.
- Plihon D., *Les Banques*, La Documentation Française 1999, París.
- Renversez F. (1991), *Eléments d'Analyse Monétaire*, Mémentos Dalloz, París, 2da. Ed.
- Renversez F. (2002), *Dictionnaire d'Economie*, Sirey, 2da. Ed., París.
- Renversez F. (2010), *El Sistema Financiero de la Unión Europea*, III Seminario del Área de Integración Económica, UAMA, México, D. F., Junio 2010,
- Saunders A. (2000), *Financial Institutions Management*, Irwin McGraw-Hill, 3era. Ed.
- Scialom L. (1999), *Économie Bancaire*, Ed. La Decouverte, París.
- Statistics Canada, *Quarterly Financial Statistics for Enterprises*, varios números.