



Análisis Económico

ISSN: 0185-3937

analeco@correo.azc.uam.mx

Universidad Autónoma Metropolitana Unidad
Azcapotzalco
México

Velázquez Vadillo, Fernando
Consecuencias de la crisis sobre el proceso de integración financiera y las estructuras financieras en
América del Norte
Análisis Económico, vol. XXVI, núm. 63, 2011, pp. 75-103
Universidad Autónoma Metropolitana Unidad Azcapotzalco
Distrito Federal, México

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=41322447005>

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

Consecuencias de la crisis sobre el proceso de integración financiera y las estructuras financieras en América del Norte

(Recibido: febrero/011–aprobado: julio/011)

*Fernando Velázquez Vadillo**

Resumen

Analizamos las consecuencias de la crisis financiera sobre la integración financiera y las estructuras financieras en los países de América del Norte. Se establecen consecuencias comunes como la reducción del financiamiento del mercado accionario a la economía y al sector privado y la progresión de la participación de los bancos en el total del financiamiento del sistema financiero a las empresas no financieras. Sin embargo, esta última progresión se inscribe en tendencias divergentes: creciente en Canadá y EUA y decreciente en México. Por ello la crisis favoreció el financiamiento bancario y contrarió la aproximación de los sistemas financieros hacia el modelo de economía de mercados.

Palabras clave: estructura financiera, sistema financiero, sistema bancario, mercado accionario, endeudamiento.

Clasificación JEL: F36.

* Profesor-Investigador del Departamento de Economía de la UAM-Azcapotzalco (fevevad@yahoo.com.mx).

Introducción

En el marco del estudio de la evolución del proceso de integración financiera, nos referiremos en el presente trabajo a los países de América del Norte, preocupándonos en una perspectiva comparativa por la evolución reciente de sus estructuras financieras. Por éstas últimas entenderemos sucesivamente:

- 1) 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.
- 2) 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.
- 3) 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 para los EUA y Canadá, y de una muestra de grandes empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores en el caso de México.

La secuencia de exposición que seguiremos implica una relación en las tendencias observadas de la integración financiera y de las estructuras financieras. En particular: la progresión de la integración financiera (IF) apoyaría una participación creciente de los mercados en los sistemas financieros, y ésta a su vez, una mayor utilización del financiamiento vía la emisión de títulos por las empresas en detrimento del financiamiento bancario.

La crisis financiera pudo entonces haber modificado, aminorando, reforzando o incluso revirtiendo las tendencias de largo plazo (progresión de la integración financiera, crecimiento de los mercados financieros, reducción del financiamiento bancario, progresión del financiamiento de los IFNM y reducción del endeudamiento de las empresas no financieras).

En este trabajo intentaremos poner en evidencia, a partir del análisis de la evolución de datos sobre la inversión extranjera (IE) y 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 tendencias de la integración financiera y de las estructuras financieras que acompañan temporalmente a la aparición y expansión de la crisis financiera reciente, distinguiendo entre esos cambios aquellos que son comunes a los países de América del Norte y aquellos que son particulares a cada país.

En la primer parte, presentaremos elementos teóricos relacionados con la integración y las estructuras financieras, así como algunos aspectos centrales de la crisis reciente. En el segundo apartado, analizaremos la evolución de los flujos de IE y de las estructuras financieras en los países de América del Norte tratando de identificar eventuales consecuencias de la crisis.

1. Elementos teóricos sobre la integración financiera y las estructuras financieras y aspectos centrales de la crisis reciente

En este apartado expondremos brevemente aspectos teóricos sobre la integración financiera y las estructuras financieras, así como algunos de los elementos que contribuyeron a la aparición de la crisis financiera de los EUA.

En una economía mundializada, el proceso de integración financiera constituye un marco de análisis obligado del estudio de las estructuras financieras. Después de presentar elementos generales de influencia de ese proceso sobre las estructuras financieras, presentamos el modelo de la intermediación financiera de Gurley y Shaw, que permite comprender la distinción conceptual de los sistemas financieros entre economías basadas en mercados financieros o en el sistema bancario. También destaca algunos aspectos ligados a la aparición de la crisis financiera de los EUA y que aportan elementos al análisis de la evolución reciente de la integración financiera y de las estructuras financieras en América del Norte.

1.1 Vías de influencia del proceso de integración financiera sobre las estructuras financieras

El proceso de integración financiera designa la movilidad creciente del capital entre países en función del rendimiento y se inscribe en el marco de la globalización económica, es decir, de la creciente integración internacional de bienes, tecnología, trabajo y capital. Ambos procesos tienen una influencia decisiva en la evolución de las estructuras financieras.

Esta influencia obedece principalmente a que esos procesos refuerzan tendencias importantes de orden global. Entre ellas, el desarrollo de los mercados financieros se ve fomentado por dos elementos importantes: a) la posibilidad abierta

a las instituciones financieras extranjeras de realizar actividades en el territorio nacional contribuye a la intensificación de la competencia interbancaria y de los bancos con otros intermediarios financieros. Esta competencia exacerbada explica en parte, la progresión de la realización de actividades de mercado de los bancos; b) La apertura financiera y el acceso a los mercados financieros internacionales, implican una mayor diversidad de medios de financiamiento disponibles para las empresas.

La globalización y la integración financiera contribuyen así a aumentar la participación de los mercados financieros en el financiamiento de la economía y en particular de las empresas no financieras. El análisis contemporáneo de esta importancia creciente de los mercados financieros en los sistemas financieros, encuentra su base teórica en el modelo de la intermediación financiera propuesto por Gurley y Shaw.

1.2 El marco teórico de la intermediación financiera de Gurley y Shaw¹

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).

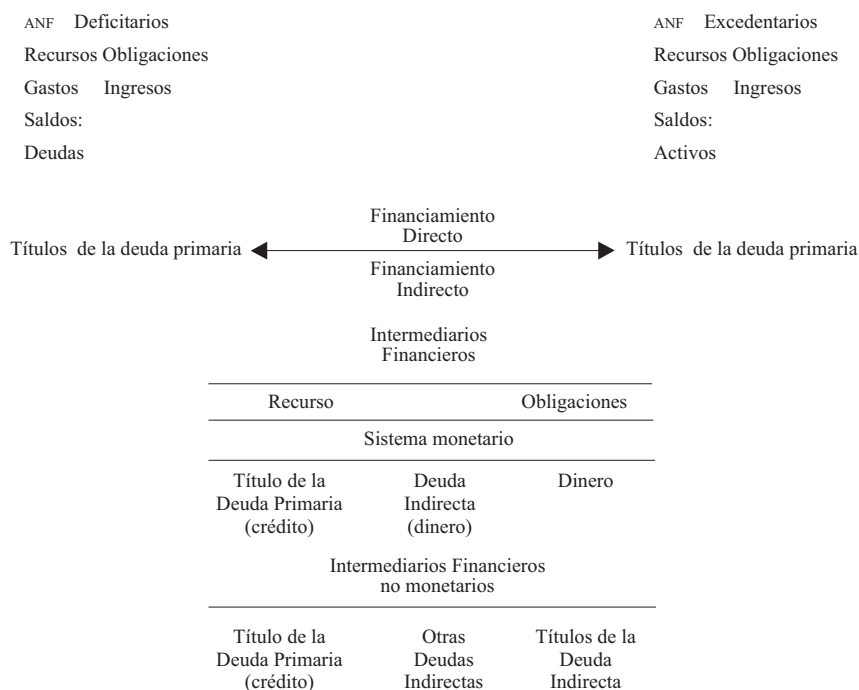
Este modelo propone que para cubrir su déficit de financiamiento, los agentes deficitarios (AD) (empresas) recurren a los recursos excedentes de los agentes excedentarios (AE) (hogares). La transmisión de esta capacidad de financiamiento puede efectuarse directamente: las empresas emiten títulos de financiamiento 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 (MF). Las empresas pueden también procurarse recursos de financiamiento vendiendo los títulos de la deuda primaria a IFM (bancos) o a 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.

¹ La redacción de este punto se basa ampliamente en la exposición del modelo de Gurley y Shaw presentado por 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 AE. Estos títulos de la deuda secundaria permiten a los intermediarios financieros 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 1
Modelo de Intermediación Financiera de Gurley y Shaw



Fuente: Renuersez (2002: 232).

Como se observa en este cuadro sintético, los títulos de la deuda primaria pueden negociarse de tres maneras: mediante el proceso de financiamiento directo,

en el que son vendidos directamente a los AE (emisión de títulos en los mercados financieros), por medio del proceso de financiamiento indirecto, en el que los títulos primarios son adquiridos por el sistema monetario, ello 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 los basados en el sistema bancario.

1.3 Distinción entre 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: 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 sistemas financieros 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: a) 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; b) una reducción del financiamiento intermediado, en particular del financiamiento bancario vía crédito; y c) 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 lejos de ser un resultado inevitable. Al respecto, 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: 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.

1.4 Aspectos centrales en la aparición de la crisis financiera

La crisis financiera de los EUA mostró sus primeros signos en 2007 en el mercado hipotecario, se declaró plenamente en septiembre de 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 Renversez (2010: 2), inició como una crisis bancaria, es decir, fundada en la realización del riesgo de crédito, después se convirtió 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 dicha crisis contribuyeron una política monetaria que mantuvo las tasas de interés en niveles históricamente bajos por un largo periodo 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, la cual 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 donde 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 sobrevaluación 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 estrecha interacción 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 y Zelmer, 2009).

La crisis pudo tener consecuencias sobre el proceso de integración financiera y sobre las participaciones relativas de las diferentes instituciones del sistema financiero en el financiamiento de la economía y del sector privado. El comportamiento de financiamiento de las empresas no financieras también pudo presentar modificaciones. Analizaremos estos cambios en la segunda parte de nuestro trabajo.

2. Crisis y evolución de la integración financiera y de las estructuras financieras en América del Norte durante el periodo 2002-2009

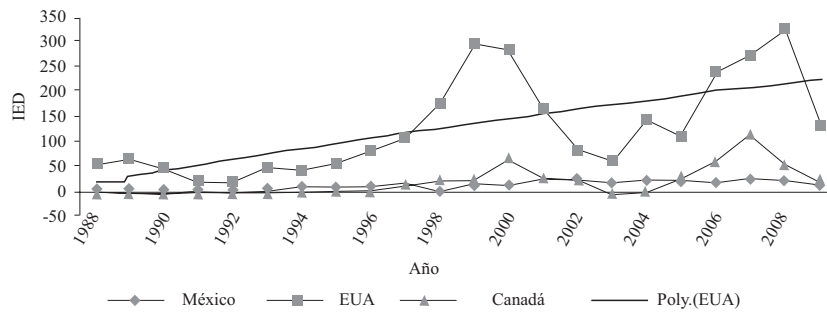
En esta parte, analizaremos en una perspectiva comparada, las consecuencias de la crisis en el proceso de integración financiera y en la evolución de las estructuras de financiamiento en América del Norte. Examinaremos sucesivamente la evolución de la integración financiera, la estructura del financiamiento de la economía, la estructura del financiamiento del sector privado y la estructura de financiamiento de las empresas no financieras.

2.1 Crisis financiera y evolución de los flujos de inversión extranjera en los países de América del Norte (1988-2009)

Las gráficas 1, 2, 3 y 4 y los cuadros 1, 2, 3 y 4, muestran para los países de América del Norte, la evolución de los flujos de entrada en el periodo 1988-2009 de la inversión extranjera directa (IED), de los componentes de la inversión extranjera indirecta –acciones y deuda– y de la inversión extranjera total (IET).

Podemos observar a partir de esas gráficas: la superioridad de los flujos de IE de los EUA en sus diferentes componentes y su impresionante crecimiento desde mediados de los años noventa. Este crecimiento contrasta con la relativa constancia de los flujos en México y con su modesta progresión relativa en el caso de Canadá.

Gráfica 1
Evolución de los flujos de entrada de la IED en América del Norte en el periodo 1988-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 1
IED América del Norte

| | Promedio | | |
|--------|-----------|-----------|--------|
| | 2000-2004 | 2005-2008 | 2009 |
| México | 21.1822 | 23.85 | 13.978 |
| EUA | 149.764 | 238.8325 | 134.71 |
| Canadá | 24.453 | 64.9455 | 19.898 |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

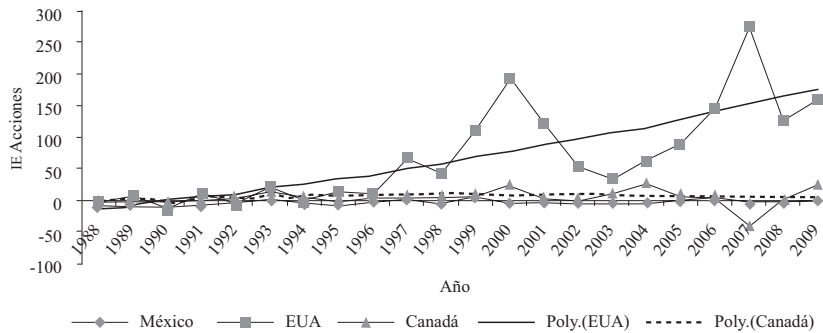
La evolución de los diferentes elementos de la IE hasta antes de la crisis (2008) no es homogénea. Mientras que la IED muestra una tendencia constante al crecimiento en todos los países, la inversión en acciones crece de manera constante sólo para EUA; en el caso de Canadá muestra una tendencia a la reducción (véase línea de tendencia) y cuando mucho una cierta constancia en México. Los flujos de deuda presentan un nivel constante a lo largo del periodo observado para México y Canadá y un crecimiento en el periodo pre-crisis en los EUA, su caída en este país desde 2007 es la más significativa entre los diferentes flujos y para los tres países.

Las variaciones de los diferentes elementos de la IE durante el año siguiente a la explosión de la crisis, es decir 2009, tienen sentidos diferentes y se inscriben en tendencias de sentido opuesto: en el caso de la IED (véase Gráfica 1) hay una caída para los tres países que reafirma una tendencia a la baja iniciada en 2008, en los casos

de México y Canadá. En los EUA esta reducción de la IED rompe una tendencia claramente creciente que había iniciado desde 2005. La reducción en la IED fue entonces más inmediata en México y Canadá que en los EUA, en donde progresó aún durante 2008. Las cifras del Cuadro 1 ponen en evidencia la importante caída en 2009 de la IED en los tres países respecto a las tendencias observadas previamente.

En cambio, la inversión en acciones en 2009 (véase Gráfica 2) aumenta en los tres países, pero mientras que en México y Canadá se inscribe en ruptura de una reducción desde 2007; en los EUA, contradice una caída importante sólo en 2008. El ajuste en los mercados accionarios de EUA se realizó rápidamente y pareciera que el crecimiento importante de estos flujos en 2007 fue balanceado por su disminución en los países vecinos (véase Cuadro 2).

Gráfica 2
Evolución de los flujos de entrada de la IE en acciones en América del Norte en el periodo 1988-2009
(miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 2
IE en acciones en América del Norte

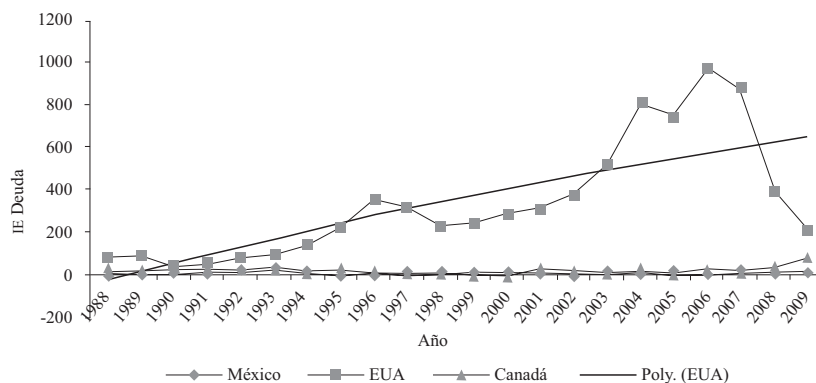
| | Promedio | | 2008 | 2009 |
|--------|-----------|------------|--------|--------|
| | 2000-2004 | 2005-2007 | | |
| México | -0.419 | 1.892 | -3.583 | 4.169 |
| EUA | 93.054 | 170.153333 | 126.4 | 160.53 |
| Canadá | 12.598 | -8.325 | 3.109 | 23.349 |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

La evolución más notable se da en los flujos de deuda, en el caso de los EUA (véase Gráfica 3) observamos una profundización en la caída de los flujos de entrada iniciada desde 2007 y confirma la tendencia a la reducción observada desde mediados de los años noventa (véase línea de tendencia). No se constata un movimiento rápido de recuperación durante 2009 como en el caso de la inversión en acciones. Existe en cambio, un crecimiento en los casos de México y Canadá. Las cifras del Cuadro 3 evidencian estas observaciones. La reducción de la inversión en instrumentos de deuda en los EUA pudo entonces favorecer, redireccionándolos, a los flujos de inversión en México y Canadá.

Los flujos de entrada totales de la IE muestran una clara distinción en los tres países (véase Gráfica 4): por un lado, caída notable en 2008 y 2009 en el caso de EUA que contrasta con un crecimiento a lo largo del periodo observado, por otro lado, crecimiento en el caso de Canadá y constancia en el caso de México (véase Cuadro 4). En estos últimos dos países la reducción de la IED fue compensado por la progresión de la inversión financiera.

Gráfica 3
Evolución de los flujos de entrada de la IE en instrumentos de deuda en América del Norte en el periodo 1988-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

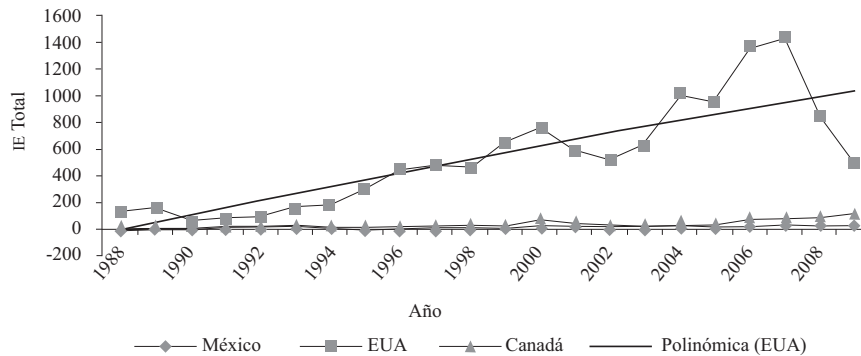
Cuadro 3
IE en deuda en América del Norte

| | Promedio | | 2009 |
|--------|-----------|-----------|--------|
| | 2000-2004 | 2005-2008 | |
| México | 3.4996 | 5.986 | 11.084 |
| EUA | 456.566 | 749.675 | 206.14 |
| Canadá | 7.7884 | 14.59775 | 73.84 |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

En total se observa en relación a los flujos de IE en América del Norte con posterioridad a la crisis: a) una evolución diferente: la IED se reduce y la IE en acciones progresa en los tres países (2009), la IE en deuda baja sólo en los EUA; b) en el caso de los EUA, una mayor sensibilidad y rapidez de cambio en los flujos de acciones, que se recuperan, mientras que los flujos de deuda y de IED continúan reduciéndose; c) una eventual redirección de los flujos de acciones y deuda desde los EUA hacia México y Canadá; y d) el total de la IE, excepto en Canadá, se reduce (2009) (véanse Gráfica 4 y Cuadro 4).

Gráfica 4
Evolución de los flujos de entrada de la IET en América del Norte en el periodo 1988-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 4
IET en América del Norte

| | <i>Promedio</i> | | <i>2009</i> |
|--------|------------------|------------------|-------------|
| | <i>2000-2004</i> | <i>2005-2008</i> | |
| México | 24.2628 | 30.35925 | 29.231 |
| EUA | 699.384 | 1,147.7225 | 501.38 |
| Canadá | 44.8398 | 74.07675 | 117.087 |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

La crisis significó un golpe de timón temporal en la progresión de la integración financiera. De este golpe (un aspecto preocupante en cuanto a los flujos de IE) se recuperan rápidamente los mercados accionarios, terreno preferido de la actividad especulativa, los flujos de deuda sólo presentan un esbozo de recuperación en México y Canadá (probablemente por la redirección de esas inversiones desde los EUA). En cuanto a la fracción más importante desde un punto de vista estratégico para los países, los datos muestran que al final de 2009, no sólo no ha empezado a recuperarse sino que continúa en franca disminución en los tres países.

Estas evoluciones sugieren que (al menos a nivel de flujos internacionales) la crisis no ha modificado el principio de base del funcionamiento neoliberal de la economía, a saber: la búsqueda de ganancia inmediata de tipo financiero en detrimento de la inversión real en el sector productivo.

La evolución de la integración financiera durante la crisis se reflejó en cambios en las tendencias observadas en las estructuras financieras de América del Norte.

2.2 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 IFM, a los cuales identificaremos con el sistema bancario (SB), y a los 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 que permita apreciar su importancia individual.

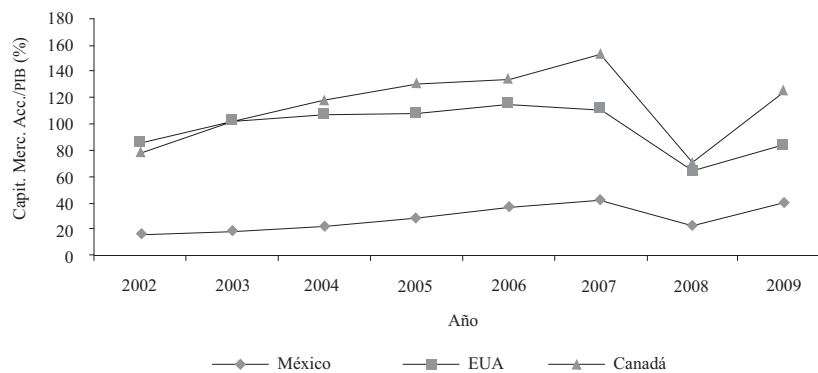
En relación al mercado accionario es importante recordar que el valor de capitalización es medido por el número de acciones multiplicado por su precio.

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 5 y el Cuadro 5 muestran la evolución del peso del mercado accionario en relación al PIB en los países de América del Norte. Dicha 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 periodo 2002-2009, a saber: a) 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); b) 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; y c) se recupera rápidamente en 2009.

Sin embargo, el aspecto central que nos interesa, 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 5
Evolución de la participación de la capitalización del mercado accionario en relación al PIB en América del Norte en el periodo 2002-2009



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

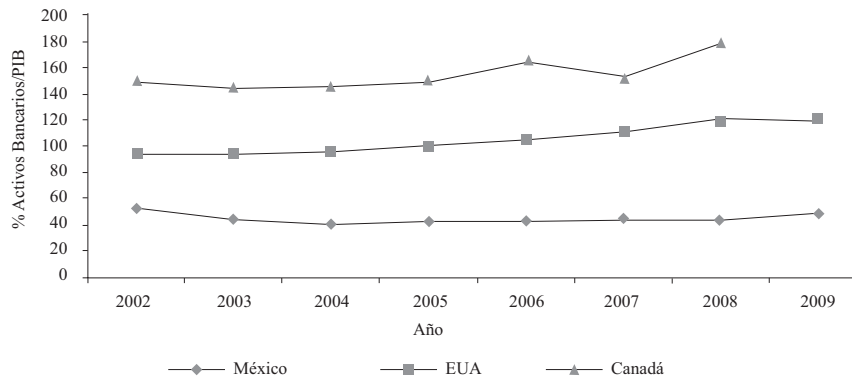
Cuadro 5
Capitalización mercados accionarios/PIB
(Porcentaje)

| | Promedio | | 2008 | 2009 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | |
| México | 18.68925345 | 35.49926005 | 21.86378665 | 40.2315827 |
| EUA | 97.82127044 | 111.4190921 | 64.08821708 | 83.84245455 |
| Canadá | 99.57631268 | 139.5437267 | 68.80863916 | 125.4688565 |

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

En cuanto al sistema bancario, la evolución de su participación en el PIB (véanse Gráfica 6 y Cuadro 6) 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 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 6
Evolución de la participación del sistema bancario en relación al PIB
en América del Norte en el periodo 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 6
Porcentaje activos bancarios/PIB

| | <i>Promedio</i> | | 2008 | 2009 |
|--------|-----------------|------------|------------|-------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | |
| 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.

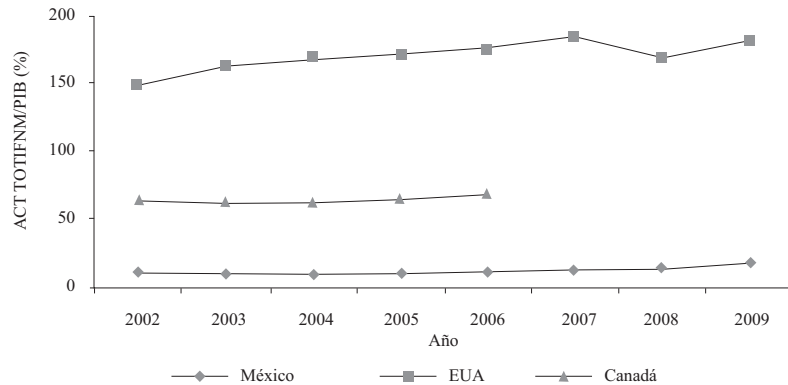
Subrayemos los aspectos siguientes: a) la indiscutible superioridad de la participación del SB en términos del PIB en Canadá respecto a los EUA y México en el periodo 2002-09; b) la importante progresión del peso del SB en relación al PIB en el periodo 2002-2009, en los EUA (94% y 119%) y Canadá (148% a 178% en 2008). Este crecimiento contrasta con el estancamiento constatado para este indicador en México en ese periodo (53% y 48% del PIB en 2002 y 2009. Promedio 45%); y c) 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).²

La Gráfica 7 y el Cuadro 7, 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 sistema financiero, concretamente la predominancia de los mercados financieros, como el crecimiento general de la actividad de posesión de títulos, cada vez más hogares se vuelven inversionistas en esos mercados mediante 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 periodo. 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 EUA durante 2008, año en que este indicador se reduce para progresar nuevamente en 2009.

² 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%).

Gráfica 7
Evolución de la participación de los activos totales de los IFNM en el PIB en América del Norte en el periodo 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 7
Activos totales IFNM/PIB

| | <i>Promedio</i> | | | |
|--------|------------------|------------------|-------------|-------------|
| | <i>2002-2004</i> | <i>2005-2007</i> | <i>2008</i> | <i>2009</i> |
| México | 10.3154395 | 11.52221543 | 13.91193306 | 17.1173857 |
| EUA | 159.4880521 | 176.2480818 | 167.1503434 | 179.7444596 |
| Canadá | 62.49753644 | 66.22397572 | | |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Respecto a la evolución de la estructura de financiamiento de la economía pueden establecerse las siguientes observaciones: a) la progresión en los tres países, a lo largo del periodo, del financiamiento vía el mercado accionario, ilustrado por el peso de la capitalización del mercado accionario en el PIB, fue interrumpida por la crisis financiera. En cambio, el peso en el PIB de los Activos Totales del SB progresa en los EUA, Canadá y México a partir de 2006 (con una reducción en 2007 para Canadá y un crecimiento modesto en México); b) la relación de activos de los IFNM /PIB aumenta a lo largo del periodo en México y en los EUA con una caída para este país en 2008; c) Canadá presenta la participación más elevada de la capitalización del mercado accionario y del SB en el PIB. Los EUA en cambio muestran la preponderancia de las IFNM (su peso en el PIB es superior al del SB en

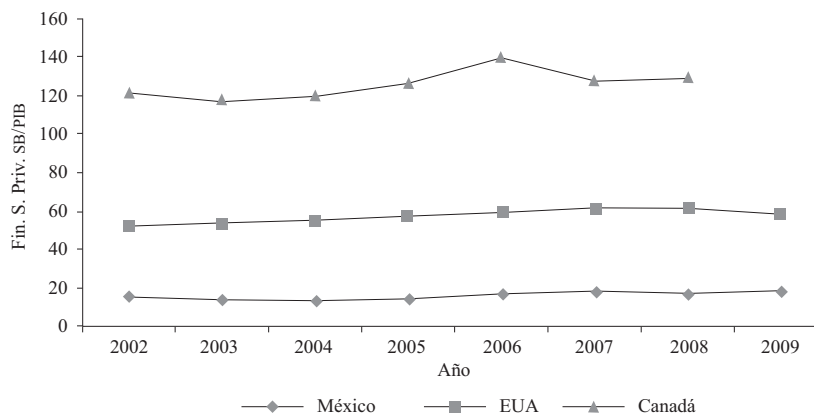
Canadá, en promedio 2005-2007, 176 y 155% respectivamente); y d) de manera general, puede decirse para los países de América del Norte que la crisis financiera reforzó una tendencia al crecimiento de los activos bancarios que se inició hacia la mitad de la década.

2.3 Crisis y evolución de la estructura del sistema financiero en relación al financiamiento del sector privado en América del Norte (2002-2009)

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 las 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 (véanse Gráfica 8 y Cuadro 8). También puede observarse que la progresión del financiamiento bancario al sector privado se detiene para dar lugar a una reducción en los tres países durante el periodo 2007-2009.

Gráfica 8
Evolución de la participación del financiamiento al sector privado del SB en relación al PIB (porcentaje) en América del Norte en el periodo 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

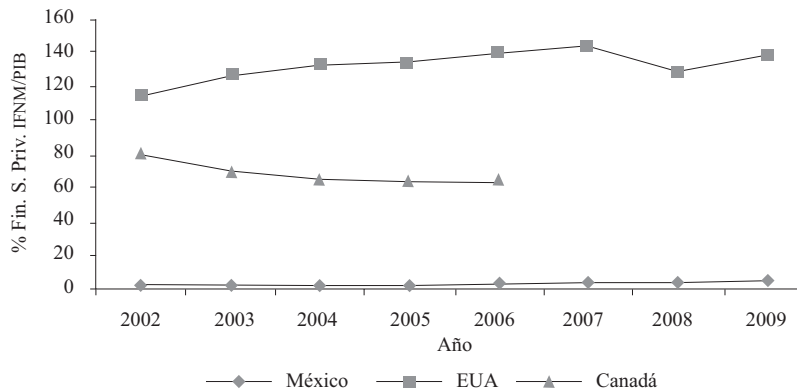
Cuadro 8
Porcentaje de financiamiento del SB al sector privado/PIB

| | <i>Promedio</i> | | 2008 | 2009 |
|--------|-----------------|------------|------------|------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | |
| 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 las IFNM al sector privado, tomando también como referencia su peso en el PIB (véanse Gráfica 9 y Cuadro 9), muestra que en los EUA las 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 periodo 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 las IFNM al sector privado se reduce hasta 2006.

Gráfica 9
Evolución de la participación del financiamiento al sector privado de los IFNM en relación al PIB (porcentaje) en América del Norte en el periodo 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Cuadro 9
Porcentaje de financiamiento al sector privado de IFNM/PIB

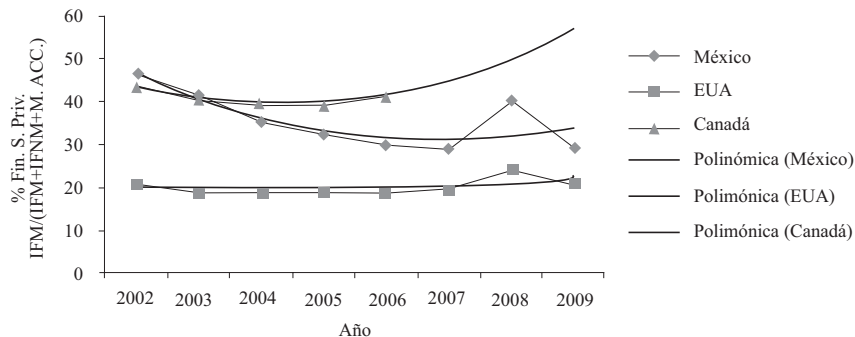
| | Promedio | | 2002-2006 | 2008 | 2009 |
|--------|------------|------------|-----------|------------|----------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | | |
| México | 2.03360534 | 2.86711046 | | 3.83514057 | 4.729506 |
| EUA | 124.593109 | 139.236092 | | 128.586342 | 138.744 |
| Canadá | | | 68.643993 | | |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

Respecto a Canadá puede señalarse que la reducción constatada en el peso de las IFNM, puede obedecer a la preeminencia del SB en el financiamiento del sector privado. No disponemos de los datos del periodo 2007-2009, 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.

Finalmente, en la Gráfica 10 y el Cuadro 10, se presenta la evolución de un indicador que hemos elaborado a partir de los diferentes datos expuestos.³ Este indicador consiste en el cociente del peso del financiamiento de las IFM al sector privado en el PIB entre la suma del peso en el PIB del financiamiento al mismo sector de las IFM, IFNM y del mercado accionario.

Gráfica 10
Evolución de la participación de los IFM en el total del financiamiento del sistema financiero al sector privado (porcentaje), en América del Norte en el periodo 2002-2009



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

³ Este indicador se inspira en la Tasa de Intermediación Financiera

Cuadro 10
Financiamiento al sector privado: IFM / (IFM + IFNM + mercado accionario)

| | <i>Promedio</i> | | 2002-2006 | 2008 | 2009 |
|--------|-----------------|-------------|-----------|-------------|-------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | | |
| México | 41.01883498 | 30.34335698 | | 40.16597812 | 29.25975889 |
| EUA | 19.36317551 | 19.08735975 | | 24.17251645 | 20.66763264 |
| Canadá | 41.10718627 | | | | |

Fuente: Elaboración propia con datos del FMI.

El numerador estima el financiamiento de las 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 como el financiamiento vía proveedores o inversionistas institucionales).

Este indicador estima entonces la parte relativa de las 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 periodo. Sin embargo, presenta un salto importante en 2008 para retornar a su nivel anterior en 2009.

Nuestro indicador muestra también que las 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 las IFM en el financiamiento del sector privado.⁴

La observación más importante es que el salto de este indicador en 2008 se inscribe en una tendencia a lo largo del periodo que es negativa en el caso de México 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 las IFM en el financiamiento a este sector, muestra que esa contradicción sólo permanece en el caso de México.

⁴ 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.

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.

El indicador que utilizamos para medir la importancia del financiamiento de las IFM respecto al financiamiento total al sector privado muestra que la crisis financiera tuvo como consecuencia impulsar la participación de las IFM, lo que reforzó su tendencia creciente en los EUA y Canadá y detuvo su reducción en México. Las líneas de tendencia muestran que esta progresión tiene fuertes posibilidades de continuarse en los casos de EUA y Canadá contrariamente al caso de México.

En cuanto al financiamiento de las IFNM, la crisis tuvo como consecuencia en los EUA, el afectar su financiamiento a la economía y al sector privado durante 2008. Esta evolución pudo ser similar en el caso de Canadá, país del cual no disponemos de los datos pertinentes. En México, la crisis no se reflejó en un cambio en la tendencia creciente en el financiamiento de estos intermediarios.

2.4 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 periodo 2002-2010 (junio).

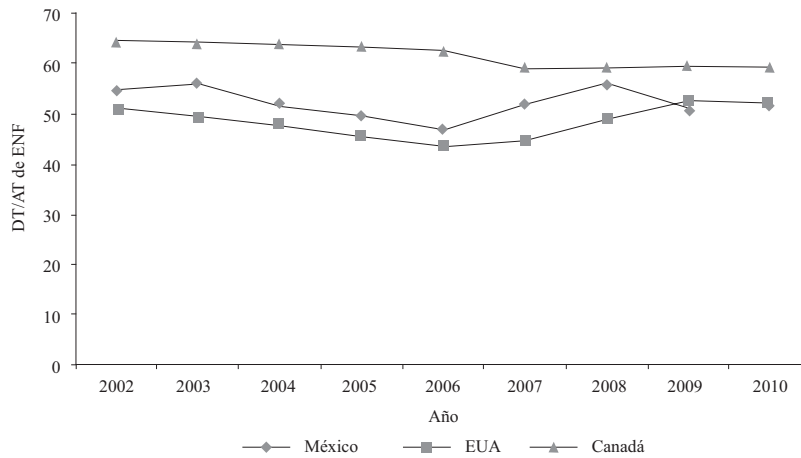
En la Gráfica 11 y el Cuadro 11 se observa que el nivel de endeudamiento de las empresas canadienses es superior al de las mexicanas y éste a su vez al de las empresas estadounidenses. También puede constatarse una evolución diferente de la razón de endeudamiento en Canadá respecto a los EUA y México.

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

Por otra parte, en los EUA y México, la razón de deuda disminuye en la primera parte del periodo (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.

Gráfica 11
Evolución de la razón deuda/Activos Totales de las empresas no financieras en América del Norte en el periodo 2002-2010



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

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.

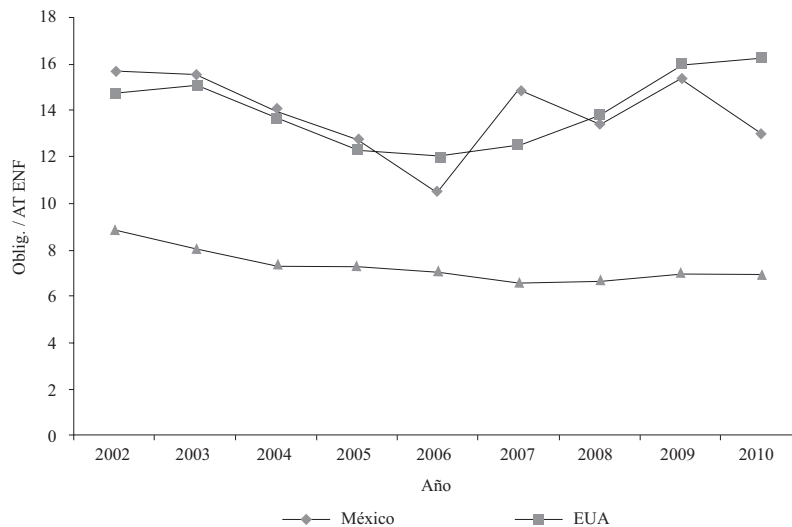
Cuadro 11
Cociente deuda total/Activos Totales (2002-2009)

| | Promedio | | 2008 | 2009 |
|--------|------------|------------|------------|------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | |
| México | 54.1938583 | 49.4048676 | 55.8054185 | 51.408141 |
| EUA | 49.2514311 | 44.5704475 | 48.979897 | 52.5026517 |
| Canadá | 64.252904 | 61.7877477 | 59.0393733 | 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 12 y el Cuadro 12. 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 periodo.

Gráfica 12
Evolución de la razón obligaciones/Activos Totales de las empresas no financieras en América del Norte en el periodo 2002-2010



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

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 periodo (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.

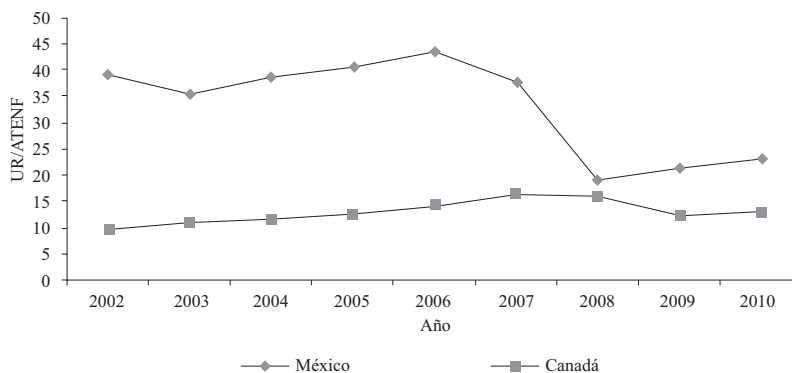
Cuadro 12
Razón obligaciones/Activos Totales de las empresas no financieras de América del Norte en el periodo 2002-2009

| | Promedio | | 2008 | 2009 |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2002-2004 | 2005-2007 | | |
| México | 15.12153464 | 12.70101585 | 13.39059874 | 15.3880228 |
| EUA | 14.51671746 | 12.24407748 | 13.72598363 | 15.98788884 |
| Canadá | 8.125355121 | 7.011033417 | 6.672748467 | 6.964952589 |

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

La evolución del endeudamiento determina durante la segunda parte del periodo (2007-2009) en México y los EUA, una reducción de la participación del capital y un aumento en el caso de Canadá. Al mismo tiempo, las utilidades retenidas se reducen para México y Canadá; es decir, que acompañan la reducción del capital en el caso de México y su progresión en el caso de Canadá (no disponemos de la información necesaria en el caso de los EUA) (véanse Gráfica 13 y Cuadro 13). En un análisis más profundo podría establecerse la existencia de una relación directa entre la evolución del beneficio de las empresas y la de sus utilidades retenidas, lo que aportaría una explicación a la evolución de estas últimas.

Gráfica 13
Evolución de las utilidades retenidas/Activos Totales de las empresas no financieras en América del Norte en el periodo 2002-2010



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

Cuadro 13
Razón utilidades retenidas/Activos Totales de empresas no financieras
en América del Norte 2002-2009

| | <i>Promedio</i> | | | |
|--------|------------------|------------------|-------------|-------------|
| | <i>2002-2004</i> | <i>2005-2007</i> | <i>2008</i> | <i>2009</i> |
| México | 37.8326021 | 40.4884811 | 19.1046 | 21.3498911 |
| Canadá | 10.7475624 | 14.3723938 | 15.9187 | 12.428041 |

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

La crisis financiera coincide con un mayor endeudamiento de las empresas en los casos de México y EUA y con su reducción en el caso de Canadá. En el caso de México, este movimiento acompaña a un aumento de los Activos Totales del SB (indicador de tamaño), a un estancamiento del financiamiento al sector privado del SB (indicador de actividad en monto), a un salto en su participación relativa en el financiamiento total del sistema financiero al sector privado (indicador de actividad relativo) y a una progresión de la emisión de obligaciones.

En los EUA, el crecimiento de la deuda de las empresas no financieras, se acompaña de la progresión a partir de 2006 de los Activos Totales del SB, movimiento que coincide con una interrupción de la progresión observada desde el inicio del periodo en el financiamiento bancario al sector privado y del aumento de su participación en el financiamiento total a este sector. Al mismo tiempo, hay un aumento del financiamiento mediante obligaciones.

El caso de Canadá, en donde el endeudamiento de las empresas se reduce durante la crisis, encuentra elementos explicativos en la disminución tanto del financiamiento mediante obligaciones como del financiamiento del SB al sector privado. Ambos elementos explicativos hacen referencia entonces a las características estructurales del sistema financiero y del comportamiento de financiamiento de las empresas canadienses.

Conclusiones

Podemos proponer las siguientes observaciones principales acerca de las consecuencias de la crisis financiera sobre el proceso de integración financiera y las estructuras de financiamiento en América del Norte: a) en relación al proceso de integración financiera, concluimos que la crisis significó un golpe de timón temporal en su progresión. De este golpe, y es un aspecto preocupante en cuanto a los flujos de IE, se recuperan rápidamente los mercados accionarios, terreno preferido de la actividad especulativa, los flujos de deuda sólo presentan un esbozo de recupera-

ción en México y Canadá (probablemente por la redirección de esas inversiones desde los EUA). En cuanto a la fracción más importante desde un punto de vista estratégico para los países, la IED, los datos muestran que al final de 2009, no sólo no ha empezado a recuperarse sino que continúa en franca disminución en los tres países; b) en relación a los efectos de la crisis sobre las estructuras financieras, estableceremos dos tipos de consecuencias:

- 1) 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 las IFM a la economía en general; c) la reducción del financiamiento de las IFM al sector privado; y d) el aumento de la participación del financiamiento de los IFM en el total de financiamiento del sistema financiero al sector privado.
- 2) Consecuencias particulares que reflejan las características estructurales de los sistemas financieros: a) Mientras el financiamiento de las IFNM a la economía y al sector privado se reduce en los EUA, en México mantiene su tendencia al crecimiento;⁵ 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 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); y 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 la integración financiera, de los mercados financieros y de las IFNM e impulsar el financiamiento del SB a la economía, así como su participación en el total del financiamiento del sistema financiero al sector privado. En los términos del modelo de Gurley y Shaw, se observa una reducción del financiamiento directo que favorece la progresión del financiamiento intermediado de tipo bancario. También puede señalarse, haciendo referencia a la distinción conceptual entre economías centradas en el SB y aquellas

⁵ 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.

donde son predominantes los mercados financieros, que la aparente evolución hacia un modelo de mercados fue contrariada por la aparición de la crisis financiera.

Respecto a la segunda parte del periodo estudiado (2006-2009), puede señalarse también que el crecimiento paralelo del tamaño del SB y de su participación en el total del financiamiento del sistema financiero al sector privado, es coherente con una visión del SB como elemento de apoyo al sector empresarial en los EUA y Canadá. Los datos analizados en este trabajo conducen a pensar que esta coherencia no se ha logrado alcanzar en el caso de México.

Referencias bibliográficas

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

Anexo 1

Grandes empresas cotizadas en la BMV de la muestra

| | |
|----------------------|-------------------------------|
| 1. Cemex S. A. | 21. Tubos de Acero México |
| 2. Fomento Económico | 22. Bachoco |
| 3. Grupo México | 23. Pinfra |
| 4. Alfa | 24. Grupo Industrial Saltillo |
| 5. Grupo Modelo | 25. Sigma |
| 6. Coca Cola | 26. Continental |
| 7. Altos Hornos | 27. Pepsigx |
| 8. IMSA | 28. Geo |
| 9. Hylsamex | 29. Cemento Chihuahua |
| 10. Bimbo | 30. Mexichem |
| 11. Vitro | 31. Simec |
| 12. Kimberly Clark | 32. Pappel |
| 13. Kuo | 33. Ara |
| 14. Gruma | 34. Moctezuma |
| 15. Peñoles | 35. San Luis |
| 16. Ica | 36. Maseca |
| 17. Apasco | 37. Lamosa |
| 18. Cintra | 38. GE Unidas |
| 19. Chb | 39. Herdez |
| 20. Corp. Durango | 40. Inter de cerámica |
