

Levy Orlik, N. El efecto de los fondos de pensiones en el mercado financiero mexicano. En publicación: Reforma financiera en América Latina. Eugenia Corre y Alicia Girón. CLACSO, Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, Buenos Aires, Argentina. 2006. ISBN: 987-1183-42-9

NOEMÍ LEVY ORLIK\*

## EL EFECTO DE LOS FONDOS DE PENSIONES EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO\*\*

Disponible en la web: <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/edicion/correa/orlik.pdf>

Fuente: Red de Bibliotecas Virtuales de Ciencias Sociales de América Latina y el Caribe de la red CLACSO  
<http://www.clacso.org.ar/biblioteca>

### INTRODUCCIÓN

Los fondos de pensiones privados son una característica reciente del sistema financiero mundial, que coincide con los cambios institucionales ocurridos en los años setenta (Singh, 1996) y con la dominación de instrumentos financieros no bancarios que incrementó drásticamente la liquidez financiera mundial y modificó el comportamiento de los agentes financieros (Chick, 1992; 1993).

La valorización del capital se desplazó desde el sector productivo al sector financiero, particularmente al mercado de capitales, donde los inversionistas institucionales ocupan un papel fundamental en tanto oferentes de ahorro, y cuya función es demandar títulos financieros.

Los fondos de pensiones privados aparecen masivamente en Europa y Estados Unidos a fines de los años sesenta, y especialmente en los setenta, debutando diez años después en América Latina con Chile como el país precursor de la región. Estas reformas institucionales se extendie-

\* Doctora en Economía y profesora de la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Miembro del Sistema Nacional de Investigadores desde 1994. Obtuvo la beca SUPERA para sus estudios de doctorado. Es coordinadora y autora de varios artículos en libros y revistas de economía especializadas nacionales y extranjeras.

\*\* Este trabajo se elaboró en el marco del proyecto PAPIIT, IN 302700.

ron al resto de Latinoamérica en el contexto de la desregulación y globalización del sector financiero, asumiendo diferentes particularidades<sup>1</sup>.

Un buen número de países desarrollados y emergentes avanzan hacia la sustitución de la estructura financiera basada en un sistema de créditos por una dominada por el mercado de capitales<sup>2</sup> lo cual, según la teoría convencional, está teniendo lugar por el agotamiento e ineficiencia del primero en el financiamiento de la inversión y, por tanto, en el crecimiento económico (McKinnon, 1973; Fry, 1982; Galbis, 1976). Sin embargo, en la actualidad, los países desarrollados y emergentes experimentan menores tasas de inversión y crecimiento con crisis financieras más profundas y frecuentes, situación que ha afectado de manera drástica a las economías emergentes.

Nuestra hipótesis es que los fondos de pensiones requieren de crecientes ganancias de capital, que inducen a procesos inflacionarios en el mercado financiero (Toporowski, 2000), lo que genera una inestabilidad creciente en el sistema financiero y afecta fundamentalmente a los agentes privados en países industrializados. Ello no ocurre en países emergentes, dada la debilidad del mercado de capitales (Girón y Levy Orlik, 2003). En estos países, el Estado asume el papel de garante de ganancias de las instituciones financieras privadas, lo cual, entre otros efectos, impone un alto costo fiscal, desvirtúa la política monetaria, trasladando la generación de ganancias financieras al mercado de dinero, dinamizado en gran medida por instrumentos gubernamentales. Los inversionistas institucionales obtienen sus ganancias a costa del erario público, sin incurrir en riesgo alguno ni aportar recursos nuevos.

A fin de argumentar nuestra hipótesis dividiremos este trabajo en cuatro apartados. El primero será la introducción, a la que seguirá un apartado dedicado a la discusión sobre la función de los fondos de pensiones en el financiamiento de la inversión, en el contexto de la estructura financiera basada en el mercado de capitales, acompañado de dos argumentos críticos: la argumentación de Keynes sobre la eficiencia de la distribución de ingresos bajo condiciones de predominio de la especulación financiera, y el efecto de la inflación financiera en el funcionamiento del mercado de capitales que plantea Toporowski.

En el tercer apartado se analizarán las particularidades de los sistemas financieros de países emergentes (basándonos en el caso mexicano) que se distinguen por no contar con mercados de capitales fuertes, profundos y robustos, a partir de lo cual se argumentará que, dado el alto riesgo del mercado de capitales, la valorización de los

---

1 Para una revisión detallada del proceso de privatizaciones de los fondos de pensiones en América Latina, ver Meza Lago (2000).

2 Para una definición de ambas estructuras, ver Studart (2002).

fondos de pensiones se realiza en el mercado de dinero, dominado por los títulos gubernamentales. Finalmente, en el último apartado se presentarán las conclusiones.

## PRIVATIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y ESTRUCTURAS FINANCIERAS

El objetivo fundamental de los fondos de pensiones en términos de crecimiento económico es robustecer el mercado de capitales vía la oferta de crecientes montos de ahorros, que se distinguen por ser de largo plazo en tanto se recolectan a lo largo de la vida activa de los asalariados. Estos ingresos no consumidos deben valorizarse, o al menos mantener su valor real, a fin de retornar a los trabajadores al final de su vida laboral. La valorización tiene lugar a través de la apropiación de una proporción de utilidades de las empresas a cambio de proveer financiamiento de largo plazo.

Por consiguiente, la inserción de los fondos de pensiones en el mercado de capitales tiene lugar a través de la transformación de ahorros en financiamiento de largo plazo que se sustenta en la asimetría de los vencimientos de las deudas y las utilidades, planteamiento que se desarrolla en la siguiente sección.

### FONDOS DE PENSIONES Y FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN

Uno de los problemas que enfrenta la acumulación de capital fijo son los frenos y arranques, debido a la asimetría temporal entre el gasto de la inversión (adelanto de capital) y la recepción de utilidades.

Una de las características propias de los activos fijos productivos es que debe adelantarse capital para comprar la maquinaria o para la construcción/adecuación de los espacios productivos, los cuales generan utilidades a lo largo de toda su vida útil. Es decir, hay un divorcio entre el gasto de capital y la recepción de utilidades.

Kalecki (1977), al explicar los determinantes de la inversión, señala la existencia un rezago entre la decisión del gasto de la inversión y la inversión propiamente tal (por los tiempos de construcción y adecuación del capital fijo); un segundo rezago se explica sobre la base del tiempo de espera por la construcción de maquinaria o espacios productivos para sectores intensivos de capitales cuyas maquinarias no están disponibles en el mercado, alargándose el período entre el gasto de capital y la generación de rendimientos; finalmente, se debe agregar un período donde las deudas son mayores que las ganancias, lo cual, impide a algunas empresas a enfrentar compromisos de pagos. Por consiguiente, existe un divorcio entre el período en el que se adelanta

capital y el momento en que empiezan a fluir las utilidades y se recauda la suma de capital adelantado.

Kalecki argumenta que la asimetría entre la erogación de capital y la recepción de utilidades provoca incertidumbre y riesgos entre los agentes financieros y, principalmente, productivos. Sobre esta base, postula el principio de riesgo creciente. Según este, el riesgo de los empresarios aumenta al concentrar todo el ahorro empresarial en un solo proyecto productivo, por la posibilidad de que no se realicen las ganancias esperadas, incrementándose la inquietud si el gasto de capital se realiza con endeudamiento externo a la empresa. A partir de lo anterior, Kalecki desarrolla los conceptos de riesgo del prestatario y del prestamista, teniendo el primero importancia central, en tanto este autor supone que la inversión se financia fundamentalmente sobre la base del ahorro empresarial (fondos internos recolectados por utilidades retenidas con anterioridad). Así, propone la reinversión parcial de los ahorros empresariales, que induce a crecientes gastos de inversión, seguidos por reducciones, lo cual clarifica el ciclo económico cuya variable central es el gasto de inversión expresado por movimientos de las tasas de ganancias.

Minsky (1986), a través de la hipótesis de la inestabilidad financiera, basada en el principio de riesgo creciente, aborda la asimetría entre el vencimiento de las deudas y las utilidades productivas, trasladando el énfasis del riesgo del prestatario al prestamista<sup>3</sup>. Desde la perspectiva de este autor –siguiendo el planteamiento de Keynes– la inversión se financia preponderantemente con créditos bancarios que aumentan al inicio de la fase expansiva del ciclo, por la dominación de perspectivas futuras optimistas, acompañados de bajas tasas de interés y a altos precios de activos financieros. Por consiguiente, el aumento del gasto de la inversión es acompañado por mayores volúmenes de liquidez suministrados por el sector bancario, pudiendo desatar presiones inflacionarias, ya que en el primer período, los prestatarios (especialmente aquellos con estructuras financieras riesgosas o *Ponzi*<sup>4</sup>) no pueden sal-

---

3 En palabras de Minsky, “la causa aproximada de la naturaleza transitoria de cada estado cíclico es la inestabilidad de la inversión, pero la causa más profunda de los ciclos económicos en una economía con instituciones financieras capitalistas es la inestabilidad de las carteras y de las interrelaciones financieras” (Minsky, 1987: 67, destacado nuestro).

4 Las estructuras financieras riesgosas (o especulativas) presentan carteras donde, en promedio, la deuda ocasione compromisos de pagos sincronizados con los ingresos esperados, con excepción del primer período, donde las obligaciones exceden a los ingresos y necesitan de financiamiento adicional para cubrir las amortizaciones de la deuda; pasada esta fase, generan ingresos suficientes para cubrir las obligaciones. Las empresas *Ponzi* (arriesgadas) son aquellas que no sólo necesitan de refinanciamiento para cubrir sus amortizaciones en la fase inicial, sino incluso para pagar los intereses. O sea, necesitan más refinanciamiento que las empresas especulativas.

dar sus deudas pues no fluyen aún suficientes ganancias para enfrentar los compromisos de pagos. La creciente incertidumbre provoca que los banqueros reduzcan la disponibilidad de créditos y aumenten la tasa de interés. Ello ocasiona aumentos en el costo de la deuda, acompañados de menores precios de demanda, pudiéndose desatar una deflación por deudas (concepto desarrollado por Fisher, 1933).

En la aproximación de Keynes (1986), el conflicto de la asimetría temporal entre el vencimiento de las deudas y la percepción de utilidades establece la diferencia entre el financiamiento y el fondeo de la inversión<sup>5</sup>. Este concepto fue desarrollado teniendo en cuenta una estructura financiera fundada en mercados de capitales segmentados –conocida como el sistema financiero anglosajón<sup>6</sup>–, que se distingue por tener bancos comerciales cuya única (o principal) función es la creación de dinero bancario, acompañado de un mercado de capitales cuyo papel central es la recolección de ahorros (ingreso no consumido) que transforman en títulos financieros emitidos por los inversionistas (compañía de acciones), empatándose de esta manera las utilidades y las deudas.

Desde la perspectiva de Keynes (1973: 217-223), los bancos comerciales tienen como función primordial emitir créditos, independientes de los recursos reales, que se definen como transacciones contables que se crean a través de depósitos (por ejemplo, cuentas de cheques) y que, dada la organización del sistema financiero (esto es, cajas de compensación cuya finalidad es la cancelación de deudas mutuas entre un número de organizaciones<sup>7</sup>), son ampliamente aceptables entre los diversos agentes para saldar deudas y ejercer poder de compra sin ser dinero de curso legal (u oro), por lo que permiten financiar la inversión. Empero, el gran problema es que los créditos bancarios se distinguen por ser de corto plazo, mientras que el flujo de utilidades, para cubrir el capital adelantado, es de largo plazo.

Keynes resolvió esta contradicción a través del fondeo: créditos de largo plazo que se crean vía la emisión de títulos financieros (acciones), que son derechos de utilidades futuras de las empresas. Por consiguiente, el poseedor de ahorro valoriza su capital en base a las utilidades de las empresas, resolviendo la asimetría entre el vencimiento de las deudas y la generación de utilidades. Nótese que el incremento del ahorro proviene del gasto de la inversión, que al re-circularse en el

---

5 Para una explicación detallada ver Levy Orlik (2001).

6 Se le conoce bajo ese nombre porque únicamente en Inglaterra y en EE.UU. se desarrolló un mercado de capitales fuerte y robusto. Para un análisis de las diferentes estructuras financieras previas al período de globalización financiera, ver Zysman (1987).

7 Para mayor discusión ver Davidson (1972).

sistema financiero (vía la compra de acciones) permite la estabilidad del sistema financiero con ampliación del sector productivo.

El elemento central para que el financiamiento de corto plazo (créditos bancarios) se empate con el financiamiento de largo plazo y desaparezca la asimetría entre las utilidades y las deudas es que la tasa de interés de largo plazo, utilizada para descontar los títulos financieros, no sufra fuertes oscilaciones. Ello dependerá del comportamiento de la tasa interés de corto plazo. El incremento del financiamiento de corto plazo, de no estar acompañado por políticas monetarias expansivas, puede presionar a la tasa de interés monetaria provocando expectativas a la baja de los precios de los títulos financieros, lo que afectará negativamente su demanda.

El proceso de financiamiento, inversión y ahorro (FIS por sus siglas en inglés) tiene éxito sólo si el ahorro generado por la inversión –denominado *involuntario* por Chick (1990) en 1983– se transforma en ahorro financiero (voluntario), lo cual es garantizado por tasas de interés estables<sup>8</sup>.

En un mercado financiero con mercados de capitales segmentados, los fondos de pensiones asumen un papel fundamental, porque recolectan el ahorro, que deben valorizar y retornar a las personas al concluir su vida laboral. Los mecanismos de operación pueden resumirse de la siguiente manera:

- a Los trabajadores ceden a lo largo de toda su vida útil una proporción de su ingreso. Este ingreso no consumido –o sea, ahorro– es de largo plazo, en tanto se entregará al trabajador al final de su vida activa.
- b Los fondos de pensiones deben incrementar el valor de dichos ahorros, o al menos mantener su poder adquisitivo, mediante la inversión en títulos que capten parte de las ganancias que se generan en el sector productivo. Entonces, los fondos de pensiones se insertan en el mercado de capitales a través de la función de intermediación financiera que realizan *ex-post* al gasto de la inversión.

---

8 Davidson explica el FIS de la siguiente manera: “si el suscriptor de las acciones tiene éxito en la flotación de las nuevas acciones, a la tasa de rendimiento pactada en el convenio de suscripción, que actúa como el costo del fondeo, obtiene ganancias. A esta tasa de interés de largo plazo, miembros del público ceden su liquidez en un monto proporcional a la liquidez extra, creándose el sistema bancario y es utilizado por los productores de bienes de capital [...] El comprador de inversión tendrá suficiente *fondeo* para enfrentar su compra contractual con la respectiva orden de pago. El vendedor, una vez pagado su recibo por parte del comprador, podrá pagar su deuda bancaria. El repago de dicha deuda podrá ser utilizado como un fondo ‘revolvente’ de financiamiento de corto plazo” (Davidson, 1986: 106).

- c Las empresas, con el ahorro de los trabajadores, financian su inversión, crean empleos, y el ingreso y el ahorro aumentan.

Empero, la experiencia de los últimos treinta años, caracterizados por el predominio del mercado de capitales y de los fondos de pensiones como agentes de recolección de ahorro, no ha sido exitosa. Una de las razones es que el mercado de capitales no ha ejercido su función en el fondeo de la inversión, lo cual, desde la perspectiva de Keynes, puede explicarse por la dominación del espíritu especulativo sobre la corriente empresarial. En el capítulo XII de su libro *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, este autor es muy crítico del funcionamiento del mercado de capitales y señala que debe crearse algún mecanismo que limite la circulación de los títulos financieros en el mercado secundario.

#### CUESTIONAMIENTOS CRÍTICOS DE KEYNES AL FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES

Para entender los cuestionamientos críticos de Keynes al mercado financiero es necesario analizar la interrelación entre la tasa de interés monetaria y los rendimientos de los activos en el mercado financiero.

Keynes se diferenció de sus antecesores al señalar que la tasa de interés se determina por la preferencia de liquidez<sup>9</sup> y la oferta de dinero (que supuso como dada<sup>10</sup>), postulando que la fuente principal del movimiento de la tasa de interés proviene del lado de la demanda, por movimientos entre la demanda de dinero por concepto de títulos financieros (bonos) y la retención de dinero en forma líquida.

La previsión de incrementos en el precio de los bonos provoca un aumento en la demanda por parte de los tenedores de acciones, porque de cumplirse sus previsiones, aumentará el monto de su riqueza; inversamente, previsiones negativas sobre los precios de los bonos a futuro bajan la demanda de bonos e incrementan la demanda de dinero líquido (es decir, no se genera ahorro intencional o financiero).

---

9 La preferencia por la liquidez resalta que el motivo por el cual varía la demanda de dinero es la especulación, en tanto los motivos de transacción, precaución y financiamiento son constantes (en el caso de los primeros dos), o planeado en el caso del último.

10 La interpretación de considerar como dada la oferta de dinero ha generado una extensa discusión acerca del origen de la endogeneidad del dinero y la determinación de la tasa de interés. Por un lado están los horizontalistas (para un resumen detallado de estas posturas ver Rochon, 1999) cuya tesis principal es que el sistema financiero satisface la totalidad de la demanda de dinero y que los bancos comerciales son tomadores de precios. Por otro lado están los estructuralistas, que señalan la satisfacción de la demanda de dinero únicamente en el corto plazo, acompañada de variaciones posteriores en el precio del dinero que reducen la oferta de dinero bancario en el mediano plazo. La versión más acabada de este planteamiento se encuentra en Chick y Dow, 2002.

Desde la perspectiva de Keynes, el gran problema del mercado de capitales es la forma en que se determina el precio de los títulos financieros. En los determinantes de la inversión, la rentabilidad de la inversión se explica a través de la diferencia entre el precio de la demanda y el precio de la oferta. El primero se calcula en base a la predicción de los ingresos futuros netos actualizados (ingresos menos costos esperados de producción en términos presentes descontados a través de una tasa de interés) que se comparan al precio de reposición de la maquinaria.

Empero, el movimiento del precio de las acciones está dominado por los hacedores de precios del mercado financiero, que son inversionistas “profesionales” y cuyo objetivo fundamental es la obtención de ganancias rápidas vía inversiones de largo plazo. El mercado secundario de capitales otorga liquidez a los instrumentos financieros, y su movimiento (oferta y demanda) modifica el precio de los títulos, por lo que se generan ganancias de capital. En otras palabras, la liquidez otorgada a los instrumentos financieros en el mercado secundario provoca que el precio de demanda esté sujeto a fuertes variaciones, independientemente de las condiciones de producción, modificándose el valor de los activos físicos y las perspectivas sobre los rendimientos futuros.

Específicamente, el precio de la demanda es afectado por los vaivenes del mercado bursátil, ejerciendo un papel central la percepción de los inversionistas profesionales sobre el movimiento futuro del precio de demanda.

Keynes (1986: 140-147), al evaluar el efecto de las inversiones, que son fijas para la comunidad y líquidas para los individuos, resalta los elementos negativos de dicha transformación y los agrupa en cuatro aspectos:

- 1 Disminuye el conocimiento real que hay en la valuación de las inversiones por quienes las poseen o proyectan comprarlas.
- 2 Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener influencia excesiva y aun absurda en el mercado.
- 3 Una valoración convencional, que se establece como resultado de la psicología de masas de un gran número de individuos ignorantes, está sujeta a modificaciones violentas por cambios rápidos en la opinión pública, como consecuencia de factores que en realidad no significan gran cosa en el rendimiento probable, ya que no hay motivo de convicción fuertemente arraigado para mantenerlos con firmeza.



4 El hecho de que los agentes más influyentes en el mercado de valores sean inversionistas profesionales, y que estos, en vez de realizar previsiones superiores a largo plazo respecto del rendimiento probable de una inversión por todo el tiempo que dure, están dedicados a prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general, provoca que la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, sea “ganar la delantera” [...] ser más listos que el vulgo y encajar la moneda falsa (o que se esté depreciando) a otra persona.

A partir de lo anterior, Keynes (1986: 147) considera que “el espectáculo de los mercados financieros modernos me ha llevado algunas veces a concluir que la compra de una inversión debe ser permanente e indisoluble, como el matrimonio<sup>11</sup>, excepto por motivo de muerte o de otra causa grave; y esto será un tremendo remedio para nuestros males contemporáneos; porque tal cosa forzaría a los inversionistas a dirigir su atención solamente a las oportunidades de largo plazo”.

Este planteamiento crítico sobre el funcionamiento del mercado de capitales puede ligarse a los efectos desestabilizadores que genera el mercado de capitales en la era financiera, que Toporowski resume bajo el nombre de inflación financiera (Toporowski, 2000).

#### INFLACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALS: ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO PONZI

Toporowski plantea que el mercado de capitales impone tensiones a las finanzas corporativas y no financia los activos fijos. Su función es otorgar liquidez a las reservas cuyo valor se modifica a lo largo del ciclo, provocando subcapitalización de reservas en el período previo a la recesión y sobrecapitalización de reservas en el período anterior al auge (Toporowski, 2000).

Desde su perspectiva, la oferta y demanda de bonos es independiente de las decisiones de la inversión y el ahorro, lo cual provoca que el mercado de capitales genere un constante desequilibrio entre la oferta y demanda de financiamiento, porque la realizan distintos agentes, con motivaciones completamente diferentes.

Los rentistas son los encargados de ofrecer financiamiento, el cual depende de arreglos institucionales que afectan el ahorro de las familias, la acumulación financiera de las empresas y las transferencias entre los diversos títulos. La demanda de financiamiento es realizada

---

<sup>11</sup> Keynes se refería a la situación de los años treinta. En las condiciones de principios del siglo XXI seguramente buscaría otro ejemplo.

por los empresarios y está en función del tamaño de las empresas y la naturaleza de las actividades y el costo de oportunidad entre las fuentes de financiamiento alternativas. A partir de lo anterior, se determina que el precio de demanda es independiente del financiamiento, creándose distintos precios en el mercado de capitales<sup>12</sup>.

En períodos de fuertes movimientos de capitales –coincidentes con el fortalecimiento del mercado de capitales y el surgimiento de inversionistas institucionales (fondos de pensiones)– se generan estructuras de financiamiento Ponzi, que inducen a una creciente inestabilidad financiera, así como a crecientes deudas con menores montos de inversión.

La particularidad de Toporowski con respecto a Minsky es que la inestabilidad financiera tiene sus raíces en el mercado de capitales, es independiente de las decisiones de inversión, y los agentes –en caso de ser acreedores netos y tener acceso a liquidez del mercado financiero– se vuelven inmunes a la política monetaria.

Los bancos reducen la emisión crediticia y prestan a agentes con mayores riesgos (pequeñas empresas, actividades más riesgosas, países en desarrollo, etc.) e incurren en nuevas actividades ligadas al sector financiero (tenencia de valores, *securitización*) que reducen su margen financiero. Por tanto, en la era financiera se reduce la emisión crediticia y aumenta la actividad especulativa ligada al comercial de los derivados.

Las empresas retienen mayores activos líquidos y emiten acciones por encima de sus necesidades líquidas, incurriendo en sobreendeudamiento con menores gastos de inversión. Aparecen esquemas financieros Ponzi semejantes a la práctica bancaria piramidal. Las empresas emiten acciones para financiar *takeovers* (tomar forzosamente el control de empresas existentes), lo que implica utilizar el ingreso de los títulos financieros en el pago de las acciones, con un premio extra a los anteriores tenedores de acciones para que cedan su propiedad. La particularidad de la estructura Ponzi del mercado de capitales es su menor obvedad. Además, involucra al conjunto del mercado de capitales (es más peligrosa), es más difícil de controlar, y hay mayores ganancias de capital (parte de los fondos internos son utilizados para obtener ganancias de capital, reduciéndose la inversión).

Los bancos y las empresas pueden evadir los efectos de políticas monetarias restrictivas, cuestionándose la teoría de Keynes sobre la Preferencia por la Liquidez (capaz de neutralizar incrementos excesivos de los pre-

---

12 Toporowski (2000: cap. 2) distingue entre el precio *nocional*, que indica el valor de las empresas; el precio *actual*, que es aquel a través del cual se intercambian los títulos; y el precio *efectivo*, que es al que se emiten las acciones. Las condiciones de mercado (que equiparan la oferta y la demanda) generan fuertes modificaciones entre el precio nocional y actual, mientras que el precio efectivo indica las necesidades de financiamiento para equilibrar las reservas.

cios de los activos financieros) o la hipótesis de la Inestabilidad Financiera de Minsky (que atribuye a los bancos una función importante en el movimiento de los precios de demanda y oferta). La política monetaria –desde la perspectiva de Toporowski, tendiente a limitar el precio de los activos financieros– requiere de incrementos desmesurados de la tasa de interés, pues debe cubrir las ganancias de capital crecientes provenientes del aumento de los precios. En este contexto, la oferta crediticia bancaria se vuelve ilimitada (al menos en el corto plazo) y las empresas no son afectadas por restricciones de liquidez ni variaciones de costos, manteniendo constante la tasa descuento de activos financieros, y pudiendo, incluso, reducir el monto de sus deudas. Así, no hay problemas de sobreendeudamiento productivo.

Pese a lo anterior, las políticas económicas del período de globalización financiera se distinguen por evitar políticas monetarias y, especialmente, fiscales contra-cíclicas, no obstante la tasa de interés y la inflación del mercado de capitales estén desligados de la inflación del mercado de capitales.

Una de las principales características de la política monetaria en la actualidad es lograr indicadores macroeconómicos sanos, incluso a expensas de menores niveles de ingreso, reforzándose la caída de la inversión.

De esta forma, se rompe la conexión de los fondos de pensiones con los rendimientos de capital. La valorización de sus activos proviene de las ganancias de capital (proceso inflacionario del mercado de capitales), lo cual, como se detalló anteriormente, genera creciente inestabilidad financiera.

Desde esta perspectiva, Toporowski señala que, para valorizar el ahorro de los trabajadores, los fondos de pensiones privados requieren de crecientes influjos de capital y especulación financiera. Si baja el flujo de ingreso de los fondos de pensiones –por reducción en la actividad económica, reducción del crecimiento del número de trabajadores que cotizan en los fondos de pensiones (se ha cubierto a toda la población asalariada) o porque se alcanza el período de maduración de los fondos de pensiones (mayores egresos en relación con los ingresos de la población activa)– existe el riesgo de que se reduzca el valor de los activos financieros. El menor flujo de capitales reduce la liquidez del mercado, baja el precio de las acciones, pudiendo desatarse la quiebra del sistema financiero (por ejemplo, la salida de los flujos de los inversionistas institucionales de pensiones norteamericanos del mercado financiero mexicano en diciembre de 1994).

## PRIVATIZACIÓN DE LOS FONDOS DE PENSIONES Y SU EFECTO EN EL MERCADO FINANCIERO MEXICANO

El proceso de privatización de los fondos de pensiones se inició en 1992, con una etapa de transición, donde las contribuciones de dichos fondos, así como los de la vivienda, se depositaron en cuentas indi-

vidualizadas en los bancos comerciales, constituyéndose el Sistema del Ahorro para el Retiro. A partir de 1997 el sistema de reparto en base a beneficios definidos fue suplantado por un sistema de contribuciones definidas, que fue privatizado afectando únicamente a los trabajadores del sector privado<sup>13</sup>. Contrariamente a lo previsto por los objetivos de la privatización de los fondos de pensiones, ello no incrementó el ahorro financiero. La profundización financiera (M4-M1/PIB), como es de esperarse, respondió a otras variables, como por ejemplo, al crecimiento del ingreso. A raíz de lo anterior puede entenderse el incremento del ahorro financiero en 1992, su caída en 1994 y la recuperación en 1996 (ver Gráfico 1). Debe advertirse que el estancamiento económico iniciado en el año 2000 no provocó una reducción del ahorro financiero, lo cual, en parte, se explica por el crecimiento del volumen y de los precios de los títulos financieros y la ausencia de crisis financiera.

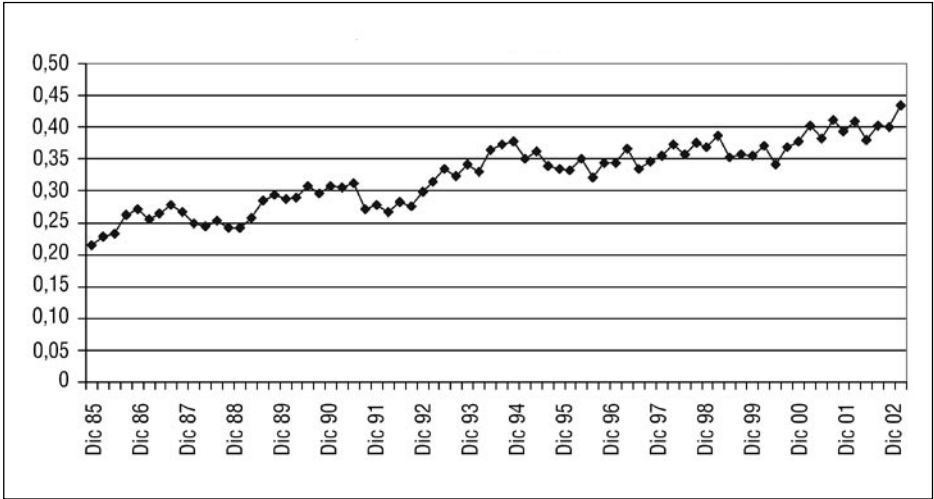
Un segundo elemento del comportamiento de los fondos de pensiones privados, que contrasta con uno de sus objetivos fundamentales (coadyuvar al crecimiento económico), es que no dinamizó el mercado de capitales. Las carteras de inversión de las Sociedades de Inversión Especializadas para el Fondo de Retiros (SIEFORES) tienen una alta concentración de títulos gubernamentales de corto plazo (Levy Orlik, 2003). Ello puede explicarse por la regulación impuesta por la Comisión Nacional del Sistema del Ahorro para el Retiro (CONSAR). Primero, las SIEFORES están impedidas de invertir en títulos de renta variable (no hay reglamentación secundaria); segundo, sólo se imponen límites superiores en la composición de los títulos de la cartera, pudiéndose concentrar la cartera de inversión en un solo título; tercero, se limita al 10% la posibilidad de adquirir títulos bancarios (pese a que el 48% de la deuda bancaria cumple con los requisitos de inversión impuestos por la CONSAR); y cuarto, se privilegia un perfil de instrumentos de corto plazo (al menos el 65% de su cartera debe ser invertida en títulos o instrumentos cuyo vencimiento o duración no sea mayor a 183 días, y en el caso de los valores gubernamentales, a 90 días<sup>14</sup>).

---

13 En base al planteo de Toporowski (2000) se puede argumentar que incluirán a los trabajadores del Estado cuando se requieran fondos extras para enfrentar los pagos, o cuando el gobierno precise recursos financieros adicionales para desplegar su política monetaria.

14 Rubalcaba y Gutiérrez (2000) señalan que el criterio de liquidez no es compatible con las obligaciones de las Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORES), puesto que la mayoría de las pensiones serán demandadas en períodos muy posteriores a las contribuciones (para marzo de 1999, el 34% de las edades de los trabajadores oscilaba entre 26 y 35 años, y sólo el 5% era mayor de 55 años).

GRÁFICO 1  
PENETRACIÓN FINANCIERA

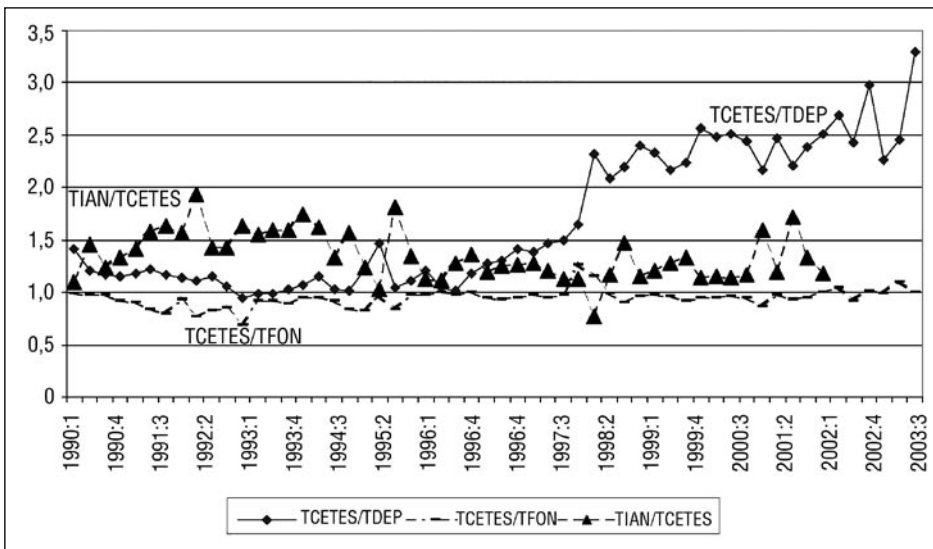


Al analizarse los diferentes márgenes de intermediación entre los instrumentos financieros dominantes en el sistema financiero mexicano es posible verificar la protección que las autoridades monetarias otorgan a los inversionistas institucionales y, en general, al sistema financiero. El margen entre la tasa de certificados a un mes (TCETES1N) –instrumentos que dominan las carteras de las SIEFORES– y la tasa de fondeo (TFON) –tasa de referencia para los bancos comerciales– es casi igual, volviéndose superior a la unidad durante varios trimestres después de 1997, cuando se privatizan los fondos de pensiones (1998/I, 1998/II, 2002/II, 2002/III, 2003/I y 2003/III). Ello implica que los tenedores de bonos gubernamentales, carentes de riesgos, obtienen rendimientos por encima del costo de recursos para los bancos.

El margen entre la tasa de interés activa nominal (TIAN) y la tasa de los CETES (TCETES) tuvo un interesante cambio de comportamiento después de 1995, reforzando nuestra hipótesis acerca de la protección que las autoridades monetarias otorgan a las instituciones financieras. Hasta el tercer trimestre de 1995, el margen entre la TIAN/TCETES es mayor que el margen TCETES/TFON y que el margen entre los CETES y la tasa de depósitos (TDep), conducta lógica por los riesgos inherentes de impago de los créditos productivos (por ejemplo, porque no fluyen las ganancias esperadas).

Sin embargo, después de la crisis, es mayor el margen de intermediación de los TCETES/TDep que el margen entre TCETES/TIAN y TCETES/TFON (estos dos últimos tienen un comportamiento muy cercano). El TCETES/TDep alcanzó una razón de 3,3 en diciembre de 2003, mientras la TIAN/TCETES llegó apenas a un margen de 1,2 puntos en diciembre de 2002 (último período del que se tiene datos de la TIAN<sup>15</sup>). En otras palabras, en el período abierto después de la crisis de 1995, los mayores rendimientos financieros provienen de los títulos gubernamentales que son la base de valorización de las SIEFORES, por disposición de la CONSAR (ver Gráfico 2).

GRÁFICO 2  
BRECHAS FINANCIERAS



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO y FMI.

TCETES: tasa de certificados de tesorería a 28 días nominales.

TDET: tasa de depósitos nominales a 28 días.

TFON: tasa de fondeo.

TIAN: tasa de interés activos nominales.

15 El margen entre los CETES y la tasa de depósitos para el mismo período (diciembre de 2002) fue de 2,5.

Pese a las crecientes ganancias de las SIEFORES (Levy Orlik, 2003), incluso en comparación con los demás inversionistas institucionales (sociedades de inversión de instrumentos de deuda y sociedades de inversión común) estas sociedades cobran altísimas comisiones a los trabajadores por operar sus cuentas (alcanzando en algunos trimestres el 30%)<sup>16</sup>.

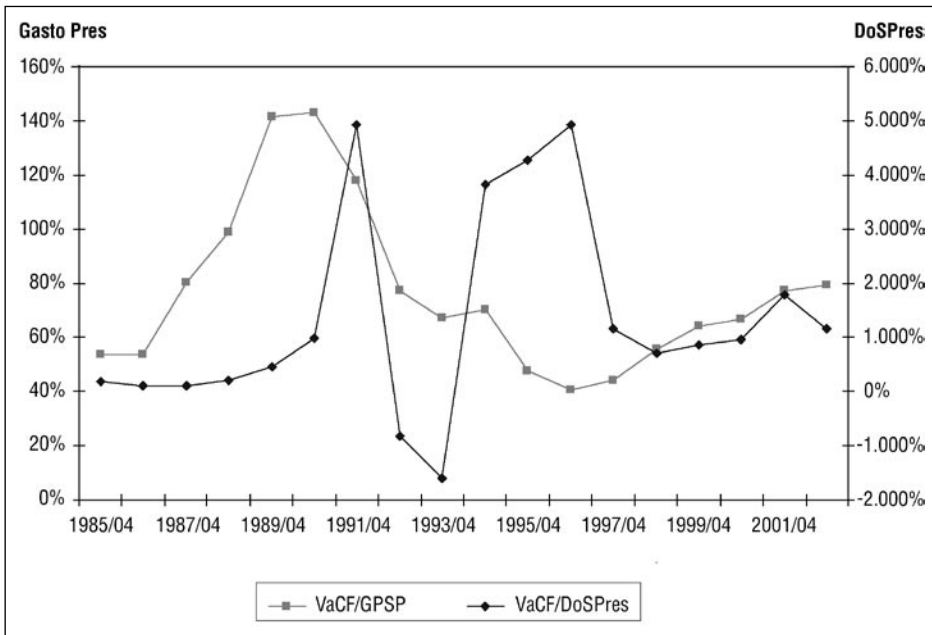
Un tercer elemento importante relacionado con la privatización de las pensiones es que los recursos aportados por los trabajadores no se vinculan ni al financiamiento de gasto del sector público ni al déficit. De manera general, podemos señalar que desde la desregulación financiera, la emisión de bonos gubernamentales (se consideran los que están a cargo del gobierno federal, excluyéndose los colocados con propósito de regulación monetaria) tiene un aumento vertiginoso y no se relacionan al gasto programado (incluye el gasto corriente, de capital y transferencias) ni a las necesidades del déficit presupuestal (la diferencia entre gasto e ingreso programable). En los años ochenta hay un continuo crecimiento de la emisión de bonos gubernamentales, emitiéndose en 1989 y 1990 más bonos que volumen de gasto (alrededor de 40%). Después de 1992 se emiten menos títulos que el monto del gasto representado, aunque su relación oscila entre 50 y 70%. La emisión de bonos en referencia al déficit (denominada en el eje derecho del Gráfico 3) no tiene relación alguna. Los bonos son más que suficientes para cubrir el déficit, llegando a cifras de 4.000 y 5.000%. La emisión de bonos, por lo tanto, está relacionada con mantener el tipo de cambio fijo a través de la atracción de activos de inversión de cartera, o reducir la actividad productiva para bajar las presiones sobre la cuenta corriente (ver Gráfico 3).

---

16 Ver información de la Comisión Nacional del Sistema del Ahorro para el Retiro (CONSAR) en <<http://www.consar.gob.mx>>.

## GRÁFICO 3

## VALORES GUBERNAMENTALES EN RELACIÓN A GASTO DE GOBIERNO



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO.

VaCF: valores a cargo del gobierno federal.

GPSP: gasto programado del sector público (incluye gasto corriente, de capital y transferencias).

DoSPres: déficit o superávit presupuestal (la diferencia entre gasto e ingreso programable).

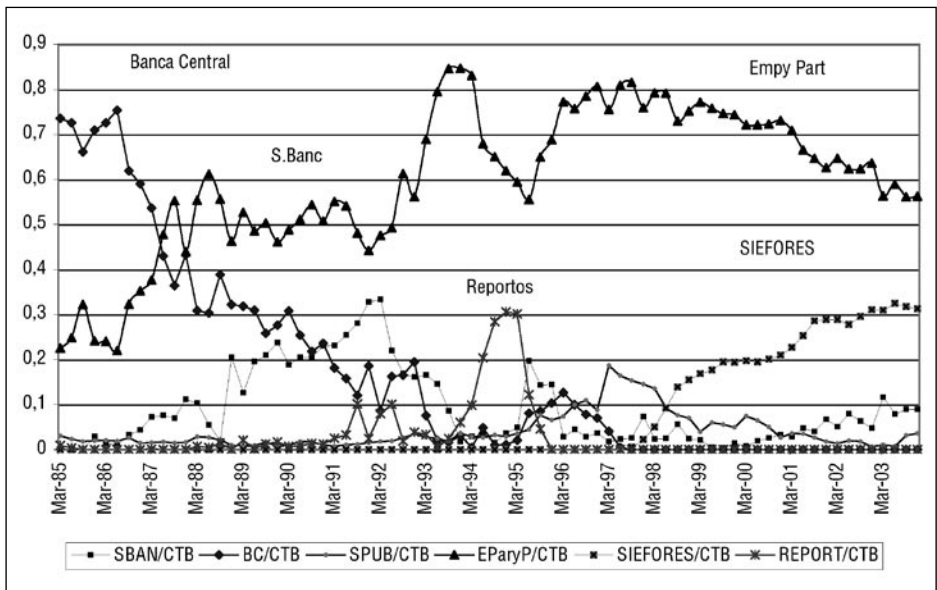
Esta situación se asemeja a la señalada por Toporowski en los países industrializados en tanto la emisión de títulos no está relacionada con el financiamiento del gasto. Con la gran diferencia de que en el caso del sistema financiero mexicano los emisores de bonos son de origen público y en base a títulos de renta fija, por lo que el conjunto de la sociedad asume las ganancias y, especialmente, las pérdidas.

Respecto de la tenencia de los valores gubernamentales (se incluyen los bonos con propósitos de regulación monetaria) es posible verificar que una proporción importante de estos es retenida por instituciones financieras (ver Gráfico 4). En el segundo quinquenio de los ochenta dominó la tenencia de la banca central, incrementándose la participación de los bancos comerciales a fines de aquella década. En 1992, estos lograron retener un monto superior al 30% de los valores gubernamentales emitidos. Las empresas privadas y los particulares,



en tanto, incrementan su participación de manera asombrosa en el primer quinquenio de los noventa, lo cual se explica por la compra de títulos gubernamentales por parte de no residentes. Luego se presenta una fuerte caída en marzo de 1994, que se repone en 1996 y vuelve a disminuir a partir de 2001. Llama la atención que la caída de la participación de las empresas privadas y particulares coincide con el aumento de la participación de las SIEFORES, las cuales al final del período retuvieron un monto superior al 30% de la emisión de los bonos gubernamentales (ver Gráfico 4).

GRÁFICO 4  
VALORES GUBERNAMENTALES SEGÚN TENENCIA



Fuente: elaboración propia en base a datos de BANXICO.

CTBA: cartera de valores gubernamentales (incluye valores con propósitos de regulación monetaria).

SBAN: sector bancario.

BC: banca central.

SPUB: tenencia del sector público.

EMPYPART: empresas particulares y personas.

SIEFORES: sociedades de Inversión de Fondos de Retiro.

Un elemento adicional es el divorcio entre el gasto de la inversión y la tasa de interés. Con excepción del período de la crisis financiera (1995),

que provocó un drástico aumento en la tasa activa nominal y real y una fuerte reducción en la tasa de crecimiento de la inversión privada, hay una relación muy fuerte entre ambas variables, a partir de lo cual es posible señalar que los determinantes del crecimiento de la inversión son relativamente independientes del costo del capital. Ello se debe a que la inversión no se financia en el mercado financiero nacional, está gobernada por las expectativas futuras de la tasa de ganancia, muy ligada a la evolución de la economía estadounidense, y el movimiento del tipo de cambio ejerce un efecto importante en los costos de las ganancias, aunque después de la crisis el efecto traspaso se ha debilitado. Por consiguiente, hay más concordancia entre el movimiento del gasto de la inversión y la tasa de devaluación.

## CONCLUSIONES

El propósito de este trabajo ha sido analizar el impacto de la privatización de los fondos de pensiones en el sistema financiero. La importancia de los inversionistas en el sistema financiero puede examinarse desde distintas perspectivas teóricas. La teoría dominante –no desarrollada por nosotros aquí– los considera instituciones clave por su papel en la intermediación financiera. Nosotros decidimos argumentar la importancia de los fondos de pensiones en el contexto de la demanda efectiva, que supone que el ahorro estabiliza el crecimiento (circuito FIS).

Basándonos en la asimetría entre los vencimientos de las deudas y las utilidades de las empresas, señalamos la aparición de riesgos que pueden detener el gasto de la inversión. Según Keynes, estos pueden ser neutralizados por el proceso del fondeo, donde los inversionistas institucionales tienen una función fundamental en la creación del ahorro financiero.

Este argumento presenta dos fuentes de cuestionamientos. Una es ofrecida por el propio Keynes, que plantea la generación de inestabilidad financiera cuando el mercado de capitales está dominado por inversionistas “profesionales”, cuyo objetivo es la obtención de ganancias de capital. De hecho, Keynes, a lo largo de su vida, cuestionó el libre movimiento de capitales y defendió las restricciones al movimiento de capital para evitar las ganancias de capital (esto es, especulativas). Por consiguiente, las economías que se distinguen por tener sistemas financieros liberalizados no son propicias para el binomio fondos de pensiones-crecimiento económico. Bajo estas condiciones, los fondos de pensiones privados no respaldarían el crecimiento económico, sino que por el contrario, generarían constantes crisis económicas, pudiendo no valorizarse el ahorro de los trabajadores.

Toporowski, partiendo de un razonamiento diferente, argumenta que los inversionistas institucionales crean inestabilidad financiera.

Desde su perspectiva, estos agentes obtienen sus ganancias por continuos incrementos en los precios de los títulos financieros, que promueven estructuras financieras Ponzi que desvinculan al mercado de capitales del financiamiento de la inversión, creándose deudas crecientes independientes de las decisiones de inversión.

En los países emergentes, particularmente en México, la valorización de los ingresos de los fondos de pensiones se realiza en base a títulos de deuda gubernamental de corto plazo, en un contexto de altos márgenes de ganancias para el sector financiero. El gobierno debe incrementar el rendimiento de los títulos para volverlos atractivos, creando altos costos financieros al erario público, desvinculando el gasto y, principalmente, el déficit fiscal de la emisión de bonos. Gran parte del ingreso obtenido por la venta de bonos es utilizado para enfrentar el pago de intereses de la deuda interna y externa, así como los diversos rescates financieros –por ejemplo, bancos, carreteras, etc. Los fondos de pensiones se apoderan de crecientes ganancias mediante instrumentos libres de riesgos e, incluso, imponiendo altos costos de intermediación que reducen la valorización de los fondos de retiro de los trabajadores. O sea, estos inversionistas institucionales se vuelven disfuncionales al crecimiento económico, reafirmandose, aunque en otro contexto, el planteo de Toporowski.

La debilidad del mercado de capitales en los países emergentes y la corriente privatizadora de los fondos de pensiones requieren de soluciones mucho más imaginativas para que sean eficientes para el crecimiento económico. No deben ingresar al mercado de capitales dominado por especuladores y deben ligarse directamente al financiamiento de la inversión, por ejemplo, dirigiendo dichos recursos a industrias estratégicas.

## BIBLIOGRAFÍA

- Chick, Victoria 1990 (1983) *La macroeconomía según Keynes* (Madrid: Alianza).
- Chick, Victoria 1992 “The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest” in Arestis, P. y Dow, S. (eds.) *Money, method and Keynes: selected essays of Victoria Chick* (New York: St. Martin Press).
- Chick, Victoria 1993 “Evolution of the banking system and the theory of monetary policy” in Frowen, Stephen F. (ed.) *Monetary theory and monetary policy: new tracts for the 1990s* (New York: St. Martin Press).
- Chick, Victoria y Dow, S. 2002 “Monetary policy with endogenous money and liquidity preference: a non dualistic treatment” in *Journal of*

- Post Keynesian Economics* (New York: M.E. Sharpe) Vol. 22, N° 4, Summer.
- Davidson, Paul 1972 *Money and the real world* (England: Macmillan).
- Davidson, Paul 1986 "Finance, funding, saving, and investment" in *Journal of Post Keynesian Economics* (New York: M.E. Sharpe) Vol. 9, N° 1, Autumn.
- Galbis, V. 1976 "Estructuralismo y liberalización financiera" en *Finanzas y Desarrollo*, Junio.
- Girón, Alicia y Levy Orlik, Noemí 2003 "Los bancos que perdimos. De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero", mimeo.
- Fisher I. 1933 "The debt deflation theory of great depression" in *Econometrica*, Vol. 1, N° 4, October.
- Fry M. J. 1982 "Models of financially repressed developing economies" in *World Development* Vol. 10, N° 9.
- Kalecki, M. 1977 (1971) *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista 1933-1970* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Keynes, John Maynard 1973 (1937) "The ex-ante theory of the rate of interest" in Moggridge, Donald (ed.) *Collected Working of John Maynard Keynes* (England: Macmillan) Vol. XIV.
- Keynes, John Maynard 1986 (1936) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Levy Orlik, Noemí 2001 "Cambios institucionales en el sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1984", FE-UNAM, mimeo.
- Levy Orlik, Noemí 2003 "El efecto de los fondos de pensiones en el financiamiento y fondeo y sus nexos con el crecimiento económico en México" en Mántey, G. y Levy Orlik, Noemí (eds.) *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados* (México: UNAM-DGAPA-ACATLAN-PORRUA).
- McKinnon, R. I. 1973 *Dinero y capital en el desarrollo económico* (México: CEMLA).
- Meza Lago, Carmelo 2000 "Estudio comparativo de los costos fiscales de la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina" en *Financiamiento del Desarrollo* (CEPAL) N° 93.
- Minsky, Hyman 1986 *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven: Yale University Press).
- Minsky, Hyman 1987 (1975) *Las razones de Keynes* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Rochon, L. P. 1999 "Horizontalist and structuralist credit and endogenous money" in Rochon, L. P. y Vernango, M. (eds.) *Credit, money and production: an alternative Post-Keynesian approach* (Reino Unido: Edward Elgar).

- Rubalcava, Luis y Gutiérrez, Octavio 2000 “Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México” en *Serie Financiamiento de Desarrollo* (México: CEPAL), julio.
- Singh, A. 1996 “Pension reforms, the stock market, capital formation and economic growth: a critical commentary on the World Bank’s proposals” in *CEPA Working Paper* (New York: Center for Economic Policy Analysis, New School for Social Research) April. En <<http://www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0102.pdf>>.
- Studart, R. 2002 “Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación” en Mántey, G. y Levy Orlik, Noemí (eds.) *Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo* (México: UNAM, DGAPA.ACATLAN-PORRUA).
- Toporowski, J. 2000 *The end of finance capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism* (England: Routledge Frontiers of Political Economy).
- Zysman, John 1987 (1983) *Governments, markets, and growth. Financial systems and the politics of industrial growth* (United States: Cornell University Press).