



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

LOS EFECTOS EN MÉXICO DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Y LA CRÍTICA A LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA

T E S I S

PARA OBTENER EL GRADO DE:

LIC. EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

ESPINOSA ORTIZ GUADALUPE

ASESOR: MTRO. LEÓN ISLAS ÓSCAR



MÉXICO, D.F.

2012



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

TESIS

LOS EFECTOS EN MÉXICO DE LA CRISIS FINANCIERA GLOBAL

Y LA CRÍTICA A LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA

AGRADECIMIENTOS

Este trabajo representa el cierre de un ciclo, generaliza la trayectoria escolar de casi 20 años y es para mí, el primer pilar de una construcción venidera. Por ello, agradezco infinitamente a todas las personas que me han brindado su confianza y su apoyo.

Gracias a mi familia, a mis amigos, a mi hermano Enrique y a mis profesores; especialmente al Lic. Óscar León Islas, que aún teniendo una carga excesiva de trabajo, me ha compartido parte de su tiempo y cuyas asesorías, me permitieron finalizar este trabajo.

Agradezco también al Lic. Ruiz Rocha José V., a la Lic. Rosa Ma. García Torres, al Lic. Javier Lara Olmos y al Lic. Frain Castillo Díaz, sin cuya aprobación no habría sido posible este texto.

Gracias a las instituciones que proyectaron mi carrera. A la Universidad Nacional Autónoma de México y la Facultad de Economía, al Programa Universitario México Nación-Multicultural y al Internado Sección B "Dr. Gustavo Baz Prada".

De manera muy especial y cariñosa, al Sr. Fidel Ortiz Villagomez y a su familia. Gracias por sus enseñanzas y por su formación, por su cariño que siempre me tuvieron y por haberme ayudado siempre en la etapa más difícil de mi vida. Don Fidel, aunque no pude estar en su despedida, siempre estará en mi memoria. A Ud. le agradeceré siempre.

ÍNDICE DE CONTENIDO

Introducción General.....	1
Capítulo 1 La Crisis <i>Subprime</i>.....	4
1.1 Las teorías de las crisis financieras.....	10
1.2 Globalización financiera.....	15
1.3 La crisis hipotecaria en EU.....	22
1.4 Intervención de los organismos reguladores.....	32
Capítulo 2 Surgimiento de una Nueva Arquitectura Financiera.....	41
2.1 Proceso de conformación de un nuevo sistema financiero global	46
2.2 Enfoques económicos después de la crisis.....	54
2.3 Tendencias y expectativas financieras.....	57
Capítulo 3 El Entorno Económico en México.....	67
3.1 Cambio en la regulación, nuevos agentes.....	68
3.2 Productividad y competitividad en el sistema financiero.....	74
3.3 Impacto de la crisis hipotecaria en nuestro país.....	88
3.4 Situación de las empresas mexicanas durante la crisis.....	99
Capítulo 4 El Sistema Bursátil Mexicano.....	112
4.1 Discusión de los problemas económicos de México.....	116
4.2 Propuestas para el fortalecimiento del mercado bursátil.....	133
4.3 Nuevos jugadores, nuevos productos.....	138
4.4 Perspectivas de los sectores más dinámicos 2010-2015.....	143
Conclusiones Generales.....	157
Anexos.....	161
Bibliografía.....	164

ÍNDICE DE CUADROS Y GRÁFICOS

1.1	FACTORES QUE INFLUYEN EN LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA.....	20
1.2	ÍNDICE DE PRECIOS REALES DE LAS CASAS EN ESTADOS UNIDOS.....	23
1.3	CRONOLOGÍA DE LA CRISIS FINANCIERA.....	28
1.4	FORMACIÓN DEL SISTEMA REGULATORIO EN ESTADOS UNIDOS.....	34
1.5	TENDENCIAS REGULATORIAS DEL MERCADO FINANCIERO.....	36
2.1	S&P 500 FINANTIAL SECTOR INDEX.....	49
2.2	FED FUNDS RATE AND SECURITIZATIONS.....	49
2.3	HOME PRICES AND MORTGAGE.....	50
2.4	APALANCAMIENTO FINANCIERO EN 2006.....	50
2.5	DEUDA DE ESTADOS UNIDOS COMO PORCENTAJE.....	53
2.6	TASAS DE REFERENCIA.....	59
2.7	VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB, 2005-2010.....	60
2.8	INDICADOR GLOBAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DE MÉXICO, 2008-2010.....	62
2.9	INFLACIÓN VS. DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS.....	63
2.10	CURVA DE RENDIMIENTO (U.S. TRESURIES).....	64
3.1	CAPITAL CONTABLE, 2011.....	75
3.2	CARTERA DE CRÉDITO DE LA BANCA DE DESARROLLO, 2011.....	77
3.3	ACTIVO Y PASIVO DE LA BANCA COMERCIAL, 2011.....	79
3.4	ÍNDICE DE MOROSIDAD (IMOR), 2011.....	80
3.5	RETURN ON EQUITY (ROE) ACUMULADO, 2011.....	81
3.6	INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA COMERCIAL (% A DIC. DE 2010).....	82
3.7	ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL, 2011.....	83
3.8	INVERSIONES EN VALORES (COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO), 2011.....	84
3.9	PASIVO / CAPITAL CONTABLE, 2011.....	85
3.10	ÍNDICE DE CAPITALIZACIÓN.....	86
3.11	LOS DESASTRES NATURALES MÁS COSTOSOS PARA EL SECTOR ASEGURADOR	88
3.12	VARIACIÓN PORCENTUAL DE LA OFERTA Y DEMANDA AGREGADA.....	89
3.13	MÉXICO: VARIACIÓN PORCENTUAL DEL PIB, 1994-2010.....	90
3.14	PRECIOS DEL PETRÓLEO.....	93
3.15	BALANZA DE PAGOS.....	95
3.16	TIPO DE CAMBIO FIX.....	97
3.17	TASA DE RENDIMIENTO DE CETES VS. TIPO DE CAMBIO, 2000-2011.....	98
3.18	USO DE DERIVADOS POR EMPRESAS MEXICANAS, 2008.....	101
3.19	DEUDAS DE EMPRESAS POR EL USO DE DERIVADOS, A JUNIO DE 2008.....	102
3.20	PÉRDIDA DE LAS EMPRESAS MÁS AFECTADAS POR EL USO DE DERIVADOS.....	103
3.21	EMISORAS QUE INCURRIERON EN PÉRDIDAS POR EL USO DE DERIVADOS.....	105
4.1	MÉXICO: SALARIO MÍNIMO E INFLACIÓN, 2000-2010.....	118
4.2	ASEGURADOS EN EL IMSS POR SECTOR, 2000-2010.....	120
4.3	FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO.....	122
4.4	ESTUDIANTES MEXICANOS EN EL EXTERIOR, 2008.....	126
4.5	GASTO EN EDUCACIÓN.....	127
4.6	TASA DE DESOCUPACIÓN A JULIO DE 2010.....	128
4.7	PROYECCIÓN DE LA POBLACIÓN.....	129
4.8	COMPARATIVO DE SALARIOS EN DÓLARES POR HORA, 2009-2010.....	130
4.9	BLOQUES ECONÓMICOS.....	132
4.10	FINANCIAMIENTO BURSÁTIL.....	138

4.11	OFERTAS PÚBLICAS INICIALES EN LA BMV, 2010.....	138
4.12	INSTRUMENTOS DERIVADOS PRINCIPALES.....	141
4.13	FUNCIONAMIENTO DE UN ETF.....	143
4.14	CUSTODIA DE VALORES POR TIPO DE MERCADO.....	144
4.15	RAZONES FINANCIERAS POR SECTOR.....	145
4.16	ETF´s POR TIPO DE SUBYACENTE.....	145
4.17	VALOR DE CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL POR PAÍS, 2010.....	147
4.18	VALOR DE CAPITALIZACIÓN RESPECTO AL PIB, 2010.....	147
4.19	MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS.....	150
4.20	VARIABLES ESTIMADAS PARA ESTADOS UNIDOS, 2011-2016.....	151
4.21	VARIABLES ESTIMADAS PARA MÉXICO, 2011-2016.....	152
4.22	MERCADO DE DEUDA, MONTOS EN CIRCULACIÓN, 2000-2010.....	153

ÍNDICE DE SIGLAS

- T-Bills: A short-term debt obligation backed by the U.S. government
- SPV: Special Purpose Vehicle
- FIRST LOST POSITION: Carries a higher risk and a higher yield
- CDS: Credit Default Swaps
- CDO: Collateralised Debt Obligation
- CBO: Collateralised Bond Obligation
- CLO: Collateralised Loan Obligation
- Contingency Lines: Líneas de liquidez mediante las cuales los bancos se comprometen a recomprar los créditos que hayan titularizado.
- LBO: Leveraged Buy Out
- LIBOR: London Interbank Offered Rate
- SEC: Securities and Exchange Commission
- CAGR: Compound Annual Growth Rate
- IGAE: Índice Global de Actividad Económica
- ETF's: Exchange Traded Funds
- SENTRA: Sistema Electrónico de Negociación
- FIRA: Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura
- IMOR: Índice de Morosidad
- CAT: Costo Anual Total
- ROA: Return on Assets
- ROE: Return on Equity
- ICOR: Incremental Capital Output Ratio
- SOFOMES: Sociedades Financieras de Objeto Múltiple
- Afores: Administradoras de Fondos para el Retiro
- VaR: Valor at Risk
- PPS: Proyectos para la Prestación de Servicios
- PIDIREGAS: Proyectos de Impacto Diferido en el Gasto
- BORHIS: Bonos Respaldados por Hipotecas
- GEA: Grupo de Economistas Asociados
- Ipo's: Initial Public Offering
- Udis: Unidades de Inversión
- ETF's: Exchange Traded Funds
- TRACKS: Títulos Referenciados a Activos
- CCD's o CKD's: Certificados de Capital de Desarrollo
- Siefores: Sociedades de Inversión Especializada en Fondos para el Retiro
- SAPIB: Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil

INTRODUCCIÓN GENERAL

El sistema de producción capitalista está caracterizado por el reacomodo de sus componentes mediante crisis económicas; sin embargo, ello representa una transición hacia nuevas formas y estructuras del sistema mismo, confirmando los ciclos económicos como una constante en el modo de producción capitalista. La crisis financiera desatada en Estados Unidos a mediados de 2007 con las hipotecas de alto riesgo otorgadas a las familias sujetas de crédito de baja solvencia, es un ejemplo de ello.

La deuda derivada de estos créditos que fueron objeto de venta y transacción económica a través de la compra de bonos o mediante las titularizaciones de crédito, fueron retiradas del pasivo de las empresas concesionarias y transferidas a los fondos de inversiones o a los fondos de pensiones, originando un efecto de arrastre hacia otros mercados.

Desde 1990 los precios de la vivienda iniciaron su aceleración, sobre todo en los países desarrollados en donde existían bajos tipos de interés y una alta rentabilidad de capital. Este proceso continuó hasta la caída de los precios del mercado inmobiliario, lo que ocasionó la formación de una burbuja especulativa en donde los consumidores pedían créditos, dejando su vivienda como garantía. Tanto prestatarios como prestamistas no se preocuparon por la probabilidad del impago de las hipotecas. Vinculado a ello, la política monetaria expansiva adoptada por la Reserva Federal al elevar gradualmente la tasa de interés, así como el incremento de las cuotas de los créditos hipotecarios, incidió en el aumento de morosidad.

Lo anterior, ocasionó una restricción del crédito repentina con una alta volatilidad en los activos bursátiles, lo que desencadenó una caída sucesiva en las bolsas de valores en el mundo y que a la postre, reflejaría la falta de liquidez de las instituciones financieras.

El efecto de contagio de la crisis hipotecaria fue inmediato, la globalización financiera ha permitido el flujo libre de bienes entre economías y la interdependencia entre mercados. En México, sus repercusiones fueron graves en el sector real, llevando a una caída del PIB durante 2008 y 2009, con empresas que han quebrado o que han obtenido pérdidas, ya sea por las consecuencias mismas de la crisis o por la especulación. Dada esta situación, la figura del Estado ha sobresalido debido a su intervención para evitar peores consecuencias y restaurar el sistema financiero internacional.

La crisis ha ocasionado alternativas para la regulación y supervisión de las instituciones financieras a nivel internacional, gestándose lo que se ha denominado la nueva arquitectura financiera. De esto depende el desenvolvimiento del sector bursátil mexicano, quien también se ha visto perjudicado con bajas constantes desde el estallido de la crisis. La importancia del sector bursátil de acuerdo al coeficiente de penetración, es muy importante para la economía real, sin embargo, nuestro país se está quedando al margen de economías emergentes al no generar las condiciones propicias para la suscripción de valores como fuente de financiamiento y para el aumento del número de

emisoras en nuestro mercado y, finalmente, pueda trasladarse a la producción real. Actualmente, las inversiones se quedan en la esfera especulativa.

JUSTIFICACIÓN

Las consecuencias de la crisis actual son irreversibles para nuestro país. El conocimiento que se tenga de ella, ayudará a comprender el riesgo de mantener una economía abierta y una interdependencia financiera tan estrecha con Estados Unidos. La instalación de nuevos organismos reguladores con nuevas reglas en el sistema financiero, nos obligan a plantear nuevos paradigmas para nuestro sistema económico y, particularmente, para nuestro sistema bursátil.

OBJETIVOS

- Este trabajo de investigación pretende, en un primer momento, desglosar el análisis de la crisis hipotecaria y sus repercusiones para México en el corto plazo.
- Reconocer la dependencia económica (productiva, comercial y financiera), que tenemos de Estados Unidos con el propósito de discutir alternativas para diversificar el mercado mexicano.
- Analizar el sector bursátil de México y discutir las problemáticas de crecimiento en el mercado de valores.
- Contraponer las medidas de regulación financiera dada la liberalización a principios de los 90, y el proteccionismo adoptado a raíz de la crisis, no solo en economías emergentes, sino también en los países desarrollados.
- Finalmente, analizar si una nueva arquitectura financiera está emergiendo; a fin de evitar los efectos nocivos de los excesos financieros.

HIPÓTESIS

La economía mexicana, ha tenido resultados negativos como resultado de la crisis hipotecaria *subprime* de Estados Unidos, así como de sus propias contradicciones en las políticas públicas que se han implementado. Esta situación ha llevado a nuestras autoridades financieras a realizar subastas de dólares recurrentes y a recortar las tasas de interés principalmente, con el fin de estabilizar el mercado nacional. Las acciones del Gobierno por mantener la producción real y con ella, los empleos, han sido inadecuadas. Por lo que se requieren de nuevas políticas económicas contracíclicas para reactivar la economía.

Todo ello solo ha contribuido a los altos márgenes de utilidad, generado de la especulación financiera en nuestro mercado, por parte de inversionistas que, al obtener alto riesgo en los mercados internacionales, intentan trasladarse a los valores gubernamentales caracterizados por tener un riesgo medible.

Lo anterior, es posible de controlar, siempre que se tenga una estricta regulación financiera para evitar la formación de burbujas especulativas por un lado, y por otro, para

mantener la supervisión en el mercado de valores, facilitando la entrada a nuevos jugadores, a nuevos productos, pero manteniendo una supervisión sobre el comportamiento del sistema financiero, como vehículo del financiamiento empresarial.

Su inicio debe ser el cambio de política económica, sin ser drástica, de una total apertura comercial a una apertura controlada, cuya característica principal sea el fortalecimiento del mercado interno utilizando políticas proteccionistas. Posteriormente, avanzar de la inversión real a la inversión financiera, con un sistema financiero sólido que no vacile en la transparencia de la información, en las respectivas sanciones y en el fomento del mercado de valores mexicano.

Con ello, podremos insertarnos en las nuevas economías con crecimiento y estabilidad económica. En el sentido opuesto, si mantenemos las mismas políticas económicas, seguiremos en la dependencia absoluta de los países desarrollados y nos mantendremos al margen del desarrollo y crecimiento, con la particularidad de un riesgo de contagio ante cualquier crisis económica externa.

Estructura del trabajo

Esta tesis se presenta en cuatro capítulos, en primero introduce la situación financiera global como consecuencia de la crisis *subprime* originada en Estados Unidos en el verano de 2007. El segundo apartado analiza la situación de una nueva arquitectura financiera gestada en la crisis, principalmente por las autoridades financieras internacionales, las cuales sugieren, nuevas reglas para los mercados de valores

El tercero, analiza la situación económica de México después del contagio financiero, las medidas anticrisis por parte de las autoridades monetarias y financieras, repasando la situación de la empresas mexicanas, particularmente aquellas que cotizan en bolsa, al analizar su comportamiento en este periodo de crisis; con ello, plantear alternativas de política económica para mejorar el crecimiento y el desarrollo económico del país y; finalmente, el último apartado, es un análisis del sector bursátil mexicano, pretendiendo detallar las causas de su estancamiento pero sobre todo, dar perspectivas generales acerca de su comportamiento en los próximos diez años y su relación con el sector real de nuestro país.

CAPÍTULO 1 LA CRISIS *SUBPRIME*

Las crisis económicas han sido tan comunes en el desarrollo de las sociedades, como los actos beligerantes que han caracterizado la delimitación de los territorios y la consolidación de las naciones en el mundo. Existen varios elementos indispensables que involucran una depresión económica, los cuales son inherentes a ellos, tales como el surgimiento de la propiedad privada, el mercado y subsecuentemente, la moneda. Tomando la clasificación de la historia occidental en sus periodos más representativos, a partir de la segunda revolución industrial, las crisis se han acentuado cada vez más y, no es que antes de esta etapa las crisis no hubieran existido, tampoco es el caso de que las crisis anteriores no hayan repercutido de manera importante en la economía; se trata más bien, en dejarlas de lado y referir solo en términos generales, aquellas crisis económicas recientes para hacer más fácil la introspección del tema tratado.

Después de la sociedad esclavista, la humanidad giró en una nueva forma de organización, cambiando los patrones de conducta social, económica y política. Después de un medio siglo bajo esta organización, la conducta individual de las personas tomó relevancia en cuanto al cambio de las normas que regían aquella sociedad feudal. La estructura social que mantenía la dinámica económica de la edad media, empezó a debilitarse, y nuevas figuras impulsadas por entes distorsionados de aquella realidad movían los hilos que tejían la matriz del feudalismo. Países como Francia y Alemania, giraban en torno a formas obsoletas y cansadas impuestas por una peculiar ideología basada en la religión.

Si en Europa Central, los agentes sociales empezaban nuevas transformaciones en todos los sectores; en Inglaterra, esta dinámica se acentuaba aún más. Los ingleses iniciaron con transformaciones agrícolas etiquetados con ideas liberales, siendo testigos ellos mismos de la creación de los nuevos escaparates para las clases sociales que, en una sociedad feudal, les era imposible escapar de las normas ya establecidas. Fue esta singular independencia social, pero sobre todo económica, lo que contribuyó a la renovación social europea, copiada y transmitida posteriormente a América. Al proceso que inició su gestación en el uso de las materias primas para la transformación y elaboración de bienes más complejos, hasta la aparición de la primera crisis de producción importante en una economía, se ha denominado Revolución Industrial.

Con esta etapa, se inicia un proceso de organización que se ha mantenido hasta el día de hoy, ya vislumbrada como una vieja estructura que acarrea una serie de problemas estructurales complejos que son recurrentes con mayor frecuencia y con mayor intensidad a medida que la historia se escribe bajo los actos de los individuos, en función de la toma de decisiones que conflagra los medios de producción, los bienes y servicios, la sociedad y las ideas que enervan de las nuevas generaciones, cuestionándose la situación actual de este modo de producción y su vigencia o su obsolescencia, y las propuestas de su transformación o en otros casos, su declive y la instauración de una nueva organizacional política, social y, sobre todo, económica.

¿Qué hace que el proceso cambie en el contexto histórico? Para los historiadores, cada evento es único. La economía, en cambio, mantiene el comportamiento de las fuerzas de la sociedad y de la naturaleza en diferentes maneras. La historia es particular, la economía es general. La forma en cómo se origina el sistema económico es de singular interés, ya que obedece a dos tipos de factores: internos y externos. Los factores de cambios internos pueden delimitarse en tres.

Primero, la iniciativa de los consumidores modifica sus gustos, influyendo de manera directa en las decisiones de los productores. Segundo, aunque los recursos productivos podrían parecer como el primer motor del proceso de cambio económico interno, en realidad son las variaciones de los recursos los que modifican el incremento de la población y el incremento en los acervos de bienes de producción. Tercero, los cambios en los métodos de ofertas de mercancías viene condicionado por los procesos de innovación, los cuales están en función de los cambios tecnológicos en la producción de mercancías que ya se encuentran en la apertura de nuevos mercados o el hallazgo de nuevas fuentes de aprovisionamiento, una mejor manipulación del material, la introducción de nuevas organizaciones económicas tales como los almacenes, todo ello ejemplifica de manera clara la innovación.

La economía involucra necesariamente crisis financieras, las cuales a su vez están asociadas con la evolución de los ciclos económicos. Habiendo un agente de suma importancia que ayuda en demasía a la explicación de la situación de crisis financieras y económicas, su importancia radica en que es el principal factor en la toma de decisiones que afectan el desempeño de una economía en su conjunto, el Estado. Las reglas generales que éste establece, condicionan la conducta de los individuos y sus decisiones.

El Estado, como gobierno central en cualquiera de sus figuras, se convierte en un ente social compuesto por individuos de la misma sociedad, con una característica peculiar, la intervención en cualquier grado en las normas que rigen y conducen a su sociedad que representan. La magnitud de estos atributos especiales aún no ha terminado de definirse y son precisamente, las que en la presente tesis se escudriñan para emitir valoraciones que permitan mejores condiciones de la existencia del Estado, como agente estructural en la sociedad actual.

Todo lo anterior, son referencias que permiten ubicarse en un espacio de tiempo en lo que ha sido la conflagración de los hechos que culminaron con la edad medieval y dieron paso a las nuevas formas de organización fundamentadas en la transformación de materias primas y la desaparición de la producción para el autoconsumo, pasando a una producción de bienes y servicios para los individuos que lo demandaban, consolidándose un agente más en nuestra lista de factores económicos que involucran una crisis, el mercado.

Con antecedentes en Europa Central, con los mercantilistas y posteriormente en Francia con los fisiócratas, las nuevas formas de acumulación de capital iniciaron su gestación, desplazando la simple producción basada en el autoconsumo para iniciar una serie de transacciones comerciales a través de la instauración de la moneda en las incipientes sociedades modernas, con ello se adhieren ciertas figuras vinculadas a las nuevas operaciones de intercambio comercial, entre estas figuras destacamos la tasa de interés, el ahorro y los impuestos. A medida que la economía avanza en el tiempo, estas figuras económicas han determinado vertientes en un sentido y en otro, ante las crisis y los *cracs* que caracterizaron todo el siglo veinte. Con ello, se pretende esbozar la parte histórica de las crisis financieras para tener parámetros de nuestro caso particular, la crisis *subprime* en Estados Unidos.

La generación de modelos con enfoque de política exógena, consideran a las crisis como un resultado natural de las posturas políticas insostenibles con un cambio vinculado a un régimen o desequilibrios estructurales, mientras que otros enfoques, conocidos como modelos de segunda generación o enfoque de políticas endógenas, se refieren a las crisis como causa de sí misma, impulsada por las expectativas, los procesos y no conducidas por los factores fundamentales. La primera generación de modelos de crisis, inicia con la contribución de Paul Krugman y es retomada por Flood y Garber¹, ellos explican las crisis

como el producto de déficits fiscales. Aunque estas teorías tienen un enfoque de crisis cambiaria, explicando el por qué un gobierno agotaría sus reservas para defender su tipo de cambio, lo cual le conduciría eventualmente al abandono de un tipo de cambio fijo. Cuando las reservas caen a un nivel crítico, es blanco de ataques especulativos porque los agentes intentan evitar las pérdidas de capital o conseguir ganancias de capital en víspera de un colapso en el tipo de cambio.

En la economía, es necesario destacar varios elementos que producen una crisis. Como intermediarios financieros, los bancos actúan como canales que transmiten fondos de los depositantes y los mercados de capital a corto plazo, en donde tienen oportunidades de inversión. A través de los préstamos de grandes grupos, ellos pueden beneficiarse de un portafolio diversificado y distribuir el riesgo para sus clientes. Tradicionalmente, los intermediarios financieros también actúan como monitores delgados, aunque cuando los recursos predominantes de financiamiento externo para las empresas es obtener préstamos bancarios, los bancos adquieren una gran importancia para la actividad de las empresas².

Las dificultades financieras en el sistema bancario, parecen ser una preocupación para la economía en su conjunto. El sistema bancario moderno tiene incrementos en complejidad en relación a las últimas dos décadas, a pesar del uso de vehículos fuera de balance o el uso de varios instrumentos financieros para transferir el riesgo de crédito, los bancos se mantienen igualmente de sensibles ante pánicos y corridas, que los hace ver como figuras de principio del siglo pasado.

En el verano de 2007, los accionistas de corto plazo rechazaron los fondos bancarios esperando pérdidas en hipotecas de alto riesgo y los valores relacionados. Al igual que las crisis del siglo diecinueve y principios del veinte, que fueron desencadenados por pánicos bancarios, ahora la diferencia de las crisis es que típicamente envuelven la falta de liquidez en los mercados de capital de corto plazo, seguido de los retiros de los depositantes.

¹Veáse Flood y Garber en *Collapsing Exchange-Rate Regimes*, quienes citan el trabajo de P. Krugman: *A model of balance-of-payments crisis*; *Journal of Money, Credit and Bank*.

²Tal como lo exponen Franklin Allen y Douglas Gale en su artículo, *Financial Contagion*, publicado en *The Journal of Political Economy*, vol. 108, No. 1, (Feb., 2000) pp. 1-33.

El colapso de las hipotecas en la crisis *subprime*, empezaron con la inflación de la burbuja hipotecaria en Estados Unidos que inició en 2001 y alcanzó su máximo nivel en 2005. Una burbuja hipotecaria, es una auge económico que se origina en los mercados de bienes raíces, ya sea locales o globales, la cual se caracteriza por un incremento rápido en las valuaciones de las propiedades inmobiliarias hasta que alcanzan niveles insostenibles en relación a los ingresos y de otros indicadores del sector hipotecario. Seguido del rápido incremento, inicia un acelerado descenso de los precios en los inmuebles y las deudas hipotecarias se vuelven más altas que el precio de la propiedad misma.

Dos conceptos que permitan entender de mejor manera la gestación de las crisis actuales y sus repercusiones en la sociedad es la globalización financiera y la integración financiera, que siendo dos cuestiones diferentes, una es causa de la otra. La globalización financiera es un concepto agregado que se refiere al surgimiento de vínculos globales a través de los flujos de recursos financieros. Consecuencia lógica, al incrementar la globalización financiera se asocia forzosamente al surgimiento de la integración financiera. La integración financiera está altamente relacionada con las políticas sobre la liberalización de las cuentas de capital y su actual flujo.

Para el caso de América Latina, el volumen de capital a principios del presente siglo aumentó gracias a la apertura del capital financiero global, lo que promueve una mayor integración financiera. Estos flujos se caracterizan por ser transfronterizos, además de estar en crecimiento la relación de flujos entre países industriales y países emergentes. Una característica singular de los flujos financieros internacionales en los países emergentes es el resultado de factores de *jale* y *empuje*. Los factores de *jale* surgen de los cambios en las políticas y en otros aspectos de la apertura de los países emergentes, los cuales incluyen liberalización de las cuentas de capital y de los mercados de valores locales, así como de la larga escala de programas de privatización. Los factores de empuje incluyen condiciones de ciclos de negocios y cambios en la política macroeconómica en países industriales.

La globalización financiera tiene componentes que difieren marcadamente en términos de volatilidad, en particular, los préstamos bancarios y las inversiones en portafolios son substancialmente más volátiles que la inversión extranjera directa. La evidencia nos sugiere que la composición de los flujos de capital tiene una influencia

significante en la vulnerabilidad de los países ante una crisis financiera. De manera teórica, la integración financiera genera beneficios potenciales para la antítesis de las crisis financieras, el crecimiento económico. Ya sea a través de canales directos o canales indirectos.

De los canales directos es el aumento del ahorro doméstico, un menor costo de capital y una mejor distribución de riesgo, transferencia de tecnología y desarrollo del sector financiero. De los canales indirectos, la globalización financiera incide directamente en el crecimiento a través de la promoción de la especialización del trabajo e induce mejores políticas. Todo lo anterior genera crecimiento económico en las economías del tipo emergentes. Mas importante aún, es la relación que tiene la globalización financiera y la volatilidad macroeconómica que, en la teoría, debe de reducirla.

La integración financiera provee acceso a los países emergentes al capital para diversificar su producción base, incrementando la especialización de la producción basada en las ventajas comparativas, pero también haciendo a las economías emergentes más vulnerables a los *shocks* que son específicos de las economías industriales. Con lo que concierne a las crisis financieras, la integración de los flujos de capital tiene una relación directa en episodios dramáticos de volatilidad. De hecho, la proliferación de las crisis financieras es frecuentemente vista como uno de los aspectos que define la intensificación de la globalización financiera en las últimas dos décadas.

Una diferencia en la evolución de las crisis es que, mientras que en 1970 y 1980, se caracterizaban al afectar tanto a países industriales como emergentes, a partir de 1990 se han dedicado a preservar el desarrollo de las economías, desencadenando procesos de crisis focalizados pero de contagio internacional como muestra de las primeras crisis financieras globalizadas. No obstante, es razonable aceptar que las crisis son una causa natural que caracteriza a la globalización en su enfoque financiera, de la misma manera que genera ciclos económicos, sin embargo las crisis van más allá de esa ruta de explicación. Cualquiera que sea su origen, lo que concierne en mayor medida es la capacidad de contagio entre una economía y otra, por la estrecha correlación que tengan entre sus mercados, para ilustrar todo lo relacionado con la liberalización financiera, las crisis y su contagio, es prudente mencionar la crisis surgida a mediados de los años 90 en las economías emergentes y cuyo contagio se propagó a diversos países. La crisis asiática, la devaluación del peso mexicano en 1994 y el efecto *tequila*, la

devaluación del rublo, etcétera³. Este contagio transmitió la crisis de un país a otro, causado por factores domésticos más que por cuestiones de liberalización financiera.

Las crisis recientes han hecho un contagio y se han extendido a través de los países y regiones, incluso de aquellos con los que tienen poca relación. En resumen, la crisis *subprime* ha sido una de las más recientes crisis que ha ocurrido en el mundo, con un contagio global que ha afectado la producción real en todas las regiones económicas, con vínculos de transmisión no bien definidos, los cuales se tratarán en esta tesis. Explicando factores que son fundamentales en la abstracción en una crisis, tales como las teorías que las explican, pasando por la última generación de flujos de capital que se incluye en la globalización financiera.

Por último, existe un ente que no se ha mencionado pero que es fundamental para explicar la gestación de una crisis, la medición de sus impactos, la elaboración de políticas que coadyuven a su recuperación, pero sobre todo de la identificación de los agentes que están implicados en el desencadenamiento de una crisis financiera, no confundiendo con culpables, sino con comportamientos irracionales que se conflagran en la toma de decisiones y que conllevan a una inminente crisis, dada la imperfección de los mercados: los reguladores del sector financiero. Convertidos en los agentes que median entre decisiones individuales y que en conjunto forman al mercado.

1.1 LAS TEORÍAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS

⁴Dos importantes teóricos que aportan explicaciones a las crisis financieras son Nouriel Roubini y Hyman Minsky. También hay conexiones entre eventos recientes en los trabajos de Fisher Black (1938-1995), quien es mejor conocido por sus trabajos en la teoría de portafolios en la asignación de precios, sin embargo los fundamentos que utilizó para su modelo están argumentadas en teoría de economía monetaria y ciclos de negocios. Los escritos de Black ofrecen ideas para explicar la crisis actual, referente a la idea de que una solución general de riesgo-rendimiento, regula los ciclos económicos.

³Carlos Machiral, Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras. También Sánchez Salvador Enrique en su tesis de licenciatura, Especulación y Sobre-Apalancamiento: Detonantes de la Crisis Financiera Estadounidense.

⁴De la obra de H. Minsky, The Financial Instability Hypothesis, Working Paper número 74, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992 y de Roubini N., Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance, ed. Allen Lane 2010. También de Black F. y Scholes M., The Pricing of Options and Corporate Liabilities, publicado en The Journal of Political Economy, vol. 81, No. 3, (May., 1973). Sólo se mencionan con fines de referencia, ya que sus trabajos son extensos e implicaría la introducción de más contenido innecesario en el presente trabajo.

Black destacó los *noisy traders* y los bonos del tesoro (T-Bills) como la nueva forma de liquidez, la incapacidad de la política monetaria para hacer frente a las recesiones y la noción de que los ciclos económicos están caracterizados por cambios sectoriales importantes. De acuerdo con Black, los agentes económicos escogen un nivel de riesgo de acuerdo a su aversión al mismo, un nivel de riesgo más elevado implica un rendimiento esperado más elevado pero también le corresponde un alto riesgo de colapso. Ese es un supuesto común para agentes individuales, tales que extrapolados pueden ser aplicados a la economía en su conjunto. La teoría de Black de la recesión de los ciclos económicos indica que muchos sectores deben ir mal a la vez, supuestos generales pero incorrectos en el mundo real.

A la vez, este enfoque estuvo sincronizado con la teoría de las expectativas racionales, teoría que en 1980 y 1990 admitía que los errores individuales eran posibles pero tales errores eran regidos por la ley de los grandes números. Los errores de los agentes económicos individuales podrían ocurrir de muchas formas y en varias direcciones y esos errores no son suficientes para controlar todos los sectores de la economía, aunque al pronosticar los errores de los agentes, podrían causar daño en promedio a la economía, otros sectores compensarían ese daño al incidir los errores de estos sectores en dirección opuesta a los primeros. Sin embargo, Black nunca aceptó esta perspectiva y continuó insistiendo en que la teoría de los grandes números no necesariamente se ajustaría al ciclo de negocios.

La mayoría de los analistas de los ciclos de negocios ofrecen escenarios detallados del porqué las cosas pueden ir mal, pero la idea de Black que revoluciona es simplemente que nosotros no estamos exentos de una dosis súbita de mala suerte como nos gustaría pensar. Sin embargo, ni la teoría de las expectativas racionales ni las ideas de los ciclos económicos de Black, explican los motivos del fin de un ciclo económico en forma de crisis y el inicio de un nuevo ciclo en forma de recuperación económica. Volvemos entonces más atrás, a la idea de Schumpeter de la destrucción creadora para identificar las fases de los ciclos de negocios en la economía.

Ni Minsky ni Schumpeter, Galbraith o Kindleberger han unificado los elementos esenciales que involucra una crisis económica con las características actuales; no obstante, a las aportaciones que cada uno de ellos ha hecho al desarrollo de la economía y de su explicación a las fallas de mercado, se ha agregado recientemente un factor aun

no considerado fundamental en las teorías mencionadas⁵ y que ofrece parámetros de explicación y respuesta al desarrollo de las crisis. El comportamiento humano y sus decisiones, son la causa primera y única de la conformación del comportamiento del mercado y de la economía en su conjunto.

Adam Smith, había considerado de manera sutil y empírica el impacto del comportamiento humano en la evolución de una economía, involucrando los sentimientos de cada individuo como motor principal para la toma de decisiones, anteponiendo su conveniencia racional aún cuando afectase a su prójimo; en la teoría de los sentimientos morales, hace esta referencia indicando cuatro razones de egoísmo y empatía que rigen el comportamiento humano: el deseo de libertad, el sentido de propiedad, la inclinación natural al trabajo y la inclinación natural al beneficio (rendimiento). Recientemente, Akerlof Schiller⁶ contrasta las evidencias de que los individuos no siempre tienen motivos económicos ni racionales para sus acciones, los *espíritus animales* llegan a ser la principal causa de desempleo involuntario en una economía. Para entender las crisis actuales, es necesario entender lo que la lleva a ser impredecible.

Al ser impredecible, nos conduce a la protección paternalista gubernamental, de manera tal que los gobiernos no deberían ser autoritarios, su explicación radica en que la sociedad, al estar compuesta por individuos en los que cada uno tiene una conducta singular, se moldea de manera tal que la sociedad es rebelde y no permisiva, dando origen a la necesidad de campos emergentes, la economía del comportamiento describe de qué manera trabaja realmente la economía, a pesar de recurrir al campo de la psicología para explicar el fenómeno económico.

El comportamiento humano es la pieza que hace falta para el análisis económico. Si partimos del *homo economicus* que representa la doctrina económica liberal de Smith, asumimos las siguientes características del ser humano: es perfectamente racional, perfectamente egoísta, libre, competitivo y socialmente perfecto. Sin embargo, los factores sociales y psicológicos no han sido considerados para explicar el origen de las crisis económicas.

⁵La teoría de crisis económica es extensa y variada, se mencionan estos autores, porque sus aportes involucran elementos generales de los ciclos económicos.

⁶Los autores, plantean el comportamiento humano como un factor fundamental en las causas de la dinámica económica. Actualmente se ha incorporado el plano psicológico como parte del análisis económico, sobre todo en la toma de decisiones y comportamiento de mercado.

Los principios esenciales del liberalismo económico clásico es que la sociedad y la economía están basadas en la propiedad privada y en la libre competencia. Keynes retoma estos principios aplicados de manera agregada, e incorpora la cuestión macroeconómica a la explicación del desarrollo de la economía que inherentemente conlleva a las crisis.

Recientemente a fines del siglo pasado, la escuela de Chicago encabezada por M. Friedman y Frank Hyneman, ante la degeneración de la teoría de Keynes, retoman lo establecido por los clásicos e inician la ferviente promoción de los principios del libre mercado, argumentando que la teoría neoclásica de formación de precios tiene una correspondencia justamente económica, además de que consideran de que es el libre mercado el único agente concreto que realiza la asignación eficiente de recursos y puede ofrecer los mejores ingresos. La característica general de estas teorías es la explicación de la realidad económica en base a modelos más cuantitativos que cualitativos, y como característica particular de la escuela de Chicago, es la mínima intervención del Estado en la economía, fungiendo únicamente como ente regulador de las transacciones económicas entre los diversos agentes.

El proteccionismo pugna en contraparte del liberalismo, apareció en la primera mitad del siglo diecinueve, señalando que los individuos toman sus decisiones basadas en su perspectiva de prosperidad futura integrada a la comunidad con ganancia general y no particular al respecto. Un economista clásico que incorporó elementos importantes para entender al mercado fue Carl Menger, su teoría incorpora los fundamentos del pensamiento económico como fenómeno cuya esencia es la naturaleza humana y por ello, el análisis económico debe incorporar la psicología.

De manera muy similar, los sucesores de Keynes han adoptado principios que involucran factores psicológicos en la formación de precios de los bienes y servicios para la determinación de oferta y demanda en una economía, llamada hipótesis de inestabilidad financiera, es una teoría cuya esencia son los postulados de J. M. Keynes y su teoría general, esta hipótesis hecha por H. Minsky, apunta que en estabilidad económica, los inversionistas se conducen adoptando más riesgo, ellos inician pidiendo prestado de manera excesiva y apalancándose sobre los activos. Por otro lado, Minsky señala tres tipos de deudores: deudores coberturados, quienes pueden cumplir con todas sus obligaciones con efectivo; deudores especulativos, quienes pueden pagar los

intereses pero tienen que mantener una parte de su deuda sobre el préstamo original; los deudores Ponzi, quienes son incapaces de cumplir con los intereses de su deuda original y necesitan seguir apalancándose para refinanciar su deuda.

Los largos periodos de estabilidad económica y la dinámica social generan mayores oportunidades de desarrollar los esquemas ponzi de financiamiento, al límite de llevar a la economía construida sobre una excesiva y fácil economía de crédito y especulativa. Minsky señala que una burbuja inicia con un desplazamiento, tal como un invento insignificante (fibra óptica por ejemplo), un impacto externo o interno sobre la economía real, como una guerra o una catástrofe. Lo anterior necesariamente crea oportunidades en los sectores involucrados, pero sólo si no es suficiente, la innovación financiera es requerida para dar acceso a las personas a un crédito más barato, lo que conduce a una segunda fase: el sobrecomercio. Un aspecto esencial de la inversión, es que es alimentado rápidamente por una expansión de crédito bancario, que se traduce en el incremento de masa monetaria en circulación. Mientras la especulación crece, obliga a una expansión de la masa monetaria.

La especulación y el mercado llegan a un clímax de máximo rendimiento que inicia a convertir los activos en dinero líquido o exceso de inversión en la calidad, lo que le anuncia al mercado la gestación de crisis seguida del pánico. Con la quiebra de un banco, una corporación o una serie de eventos imprevistos; los inversionistas retiran posiciones, caen los precios, se incrementan las banca rotas y se inicia un efecto dominó. Un mercado en pánico, provoca que los agentes irracionalmente intenten recuperar lo máximo posible, mientras que los bancos reducen los préstamos, conformando una crisis de crédito que generalmente desencadena una recesión o una depresión económica.

La hipótesis de la inestabilidad financiera es un modelo de la economía capitalista que no incorpora impactos exógenos sobre los ciclos de negocios, sosteniendo que de manera histórica, los ciclos de negocios están compuestos fuera de la dinámica interna de la economía capitalista, y el sistema de intervenciones y regulaciones son diseñadas para mantener operando a la economía dentro de los límites razonables. En las épocas recientes, los aspectos de la naturaleza humana han sido estudiados por Robert Schiller y George Akerlof, quienes también señalan la necesidad de un rol activo del gobierno en las políticas económicas.

A pesar de tantos estudios, el comportamiento humano es tan complejo que los sentimientos no se pueden clasificar solamente en racionales o irracionales, porque un mismo individuo puede ser racional o irracional en diferentes periodos de tiempo. Así como la mayoría de los modelos económicos no incorporan el comportamiento humano para explicar la evolución de la economía, esos estudios son incapaces de mostrar el impacto de la euforia seguida del pánico y la depresión, este factor es fundamental para entender el comportamiento de la economía en su conjunto, de la economía conductual.

1.2 GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

En una economía, los habitantes de su sociedad que la conforma, crece y prospera a medida que la división del trabajo se especializa; esta profundización de la especialización y la extensión de la división del trabajo van más allá de las fronteras nacionales. Antes de hablar de una economía financiera global, es más pertinente considerar la globalización de la economía real, ello en aras de encontrar fuentes más competitivas tanto de mano de obra como de valor agregado en todo el mundo, en lugar de una búsqueda que se limite a las fronteras nacionales; además, ayuda a reducir la inflación de una economía, aumentando la proporción del valor entre las entradas y salidas de capital.

Sin embargo, esta globalización productiva conlleva a enfrentamientos antagónicos en materia económica como el estado de bienestar y la del capitalismo, como modo de producción que implica un Estado como agente regulador que procura un bienestar para sus habitantes. El debate se ha centrado sobre las políticas económicas y sus efectos en el incremento de los movimientos de capital transfronterizos, así como en el significado de la información asimétrica en los mercados de crédito.

Cada nación incrementa su integración a la globalización financiera y sus flujos comerciales. Uno de los enfoques dentro de la teoría económica se ha centrado en demostrar la eficiencia superior de la homogenización de los sistemas financieros. Otro enfoque, que ha trabajado J. Stiglitz (2003)⁷, afirma que la apertura de mercados ha conducido a las crisis financieras y a la ineficiencia económica.

⁷El enfoque de Stiglitz niega que los sistemas financieros autónomos sean necesariamente disfuncionales, y acepta la incorporación de soluciones específicas efectivas de cada país como agente principal para la solución a los problemas en los mercados de crédito.

El punto de vista de los mercados eficientes, ve a los flujos de capital transfronterizos como una alternativa de captación de recursos aunque con altos riesgos asociados. De acuerdo con los neoclásicos en relación a la información asimétrica, la globalización financiera tiene un impacto primario al reducir las restricciones nacionales de los flujos financieros transfronterizos, liberando el estancamiento de los problemas de la información asimétrica en los mercados locales.

La globalización financiera genera parámetros de cambios organizacionales en una economía, tales como: la incorporación de empresas a las estructuras de mercados globales y su capacidad organizacional de centrar sus actividades en esos mercados. Se puede medir la globalización financiera en función del alcance de las empresas y el acceso de los hogares a los mercados financieros globales: si tomamos en cuenta el grado en que la sociedad adopta la forma de la globalización financiera, el índice sería la proporción de empresas y hogares que ya tienen un acceso a los servicios bancarios tradicionales ofrecidos por el sector formal, y las firmas del sector financiero que están sujetas a supervisión.

Para referenciar lo anterior, los mercados de Japón de banca al consumo a mediados del año 2000, es un ejemplo de este tipo de globalización. Citibank introdujo una nueva cuenta ofreciendo cheques libres y muchas inversiones en diversas opciones financieras para sus clientes de alto consumo con depósitos iniciales mínimos de un millón de yenes, (9,000 dólares). La homogeneización financiera ha caído en la clasificación de dos sectores: clientes con más opciones de inversión y de financiamiento, lo que les reduce los costos de transacción y clientes con menores posibilidades de ahorro y opciones de inversión pero con mayores costos de transacción.

La globalización financiera está relacionada con las acciones gubernamentales, en materia de política monetaria, a medida que se ha desarrollado esta integración financiera mundial, los bancos centrales han tomado actitudes de represión de las tasas de interés. Entonces se llega a una mayor captación de rentas, se distorsionan los riesgos y rendimientos en los mercados financieros y se reduce la tasa de crecimiento. La globalización financiera argumenta que la solución es la apertura de mercados, permitiendo el incremento de los ahorros internos y un diferencial más amplio de los rendimientos en activos con riesgo en relación a los préstamos con riesgo; así, cuando se abre el mercado de crédito, la afluencia de fondos externos resulta una consecuencia

lógica. El aumento de la oferta de crédito, aumenta el volumen de fondos prestables y reduce la tasa de interés del sector privado; además, el diferencial entre las tasas de interés entre el sector formal e informal tienden a disminuir.

Muchos países emergentes han experimentado severas crisis financieras y económicas después de la desregulación de sus sistemas financieros, al permitir una escalada de flujos de capital extranjero. Para los teóricos neoliberales, estas crisis son evidencia fiel y fidedigna a favor del desarrollo de los mercados financieros. Knight (1998)⁸ argumenta que la crisis asiática afectó en un primer momento a los países carentes de un conjunto de instrumentos financieros desarrollados y de instituciones financieras, conduciendo a menos información de los prestamistas y más incertidumbre entre los inversionistas extranjeros, la solución propuesta es una regulación más estricta y mayor desarrollo del sistema financiero (apertura y profundización). La primera contradicción surge del suponer que el gobierno es a la vez, demasiado fuerte y débil para permitir los resultados de un mercado de crédito óptimo. El segundo, es la suposición de que el sector informal se explica por las distorsiones gubernamentales en el sector formal. Un tercer problema, es que niega cualquier vínculo entre crisis y apertura de mercados.

El enfoque alternativo hace énfasis en la información asimétrica en los mercados de crédito (Stiglitz & Weiss, 1981)⁹, que al haber una necesidad de crédito, ellos normalmente tienen dos fuentes de información acerca de los prestamistas: información concerniente a su competencia que afectan directamente su probabilidad de éxito y sobre sus planes de uso y colocación de sus fondos recientemente recibidos, los cuales afectan sus probabilidades de reembolso. En el enfoque de los mercados eficientes, no racionan el crédito porque los prestamistas pueden claramente diferenciar entre los prestadores que son y los que no son solventes para un costo de fondos dado.

En efecto, el proceso de globalización, envuelve la transformación del proceso especulativo. Durante la primera época de globalización financiera desregularizada (1870-1913), cuando Londres era el centro financiero del mundo, se caracterizó por un desarro-

⁸El reporte original fue presentado durante el International Economics Study Group Conference en Birmingham, Inglaterra; en septiembre de 1997.

⁹El artículo muestra un modelo matemático de la racionalización del crédito, dada la información disponible en el mercado tanto para prestamistas como para prestatarios.

llo de las instituciones financieras internacionales y de los mercados; también estuvo marcado por una serie de crisis bancarias debido a la especulación, préstamos excesivos, sistemas de regulación financiera enfermizos y de no divulgación de la información. La historia del sector financiero internacional en el periodo entre guerras (1919-1939) estuvo caracterizada por el colapso de los mercados a fines de 1920 y la gran depresión en 1929. En el periodo de post-guerra hubo control sobre las variables económicas, principalmente sobre tasas fijas de interés, al menos hasta principios de 1970; en este periodo de guerra fría, las crisis bancarias estuvieron ausentes, no así las crisis cambiarias como la devaluación de la libra en 1949 y 1953.

El aspecto negativo de la integración financiera no regulada, siguiendo la experiencia de la Gran Depresión fue reconocida por muchos países del mundo. Con el fin de prevenir la inestabilidad financiera, es necesario controlar los flujos financieros que son de naturaleza especulativa garantizando que la expansión del gasto agregado en el aspecto productivo de la economía no esté limitado por las deficiencias en el flujo financiero.

El principal objetivo de esas regulaciones fue traer estabilidad financiera y promover la actividad gubernamental y los objetivos sociales. Sin embargo, a medida que el déficit fiscal fue creciendo y las tasas de interés se convirtieron en un vehículo para proveer fondos a esos prestatarios a una tasa de interés más barata, las ineficientes intervenciones del gobierno en términos de asignación eficiente en el sector financiero, llevó a los países a la desregulación financiera. La falta de competencia trae ineficiencia al sector financiero. La liberalización de las tasas de interés es un primer paso, sin embargo la competencia no es generada solamente por esta variable.

Hay tres problemas evidentes en el proceso de globalización financiera. El primero es que, dada la depreciación de las monedas de los países emergentes, todos los préstamos deben ser pagados en moneda extranjera; en este sentido, solo el sector exportador es capaz de acceder a los estándares de crédito internacional. El segundo problema se refiere al grado de integración, es decir, al grado que tiene un país para atraer capitales financieros. Un tercer problema está directamente relacionado con el efecto de la globalización financiera sobre la volatilidad macroeconómica. Con lo anterior, descubrimos que existe una evidente declinación del rol de los bancos comerciales y un aumento relevante de instituciones del mercado, como los intermediarios financieros. De

ello se establece que los jugadores globales representan la fuerza que conduce el sector financiero internacional no regulado y los mercados están bajo su control. Es decir, el periodo actual del mundo económico desarrollado y de la globalización financiera en particular, esta caracterizado por el pragmatismo de la economía global y el poder de las corporaciones internacionales y los países líderes.

Las relaciones financieras internacionales se están desarrollando bajo cambios en sus propias finanzas. Están apareciendo nuevos tipos de servicios e instrumentos financieros volviéndose sofisticados. La asimetría y los desbalances en las relaciones comerciales implican la disparidad entre la necesidad de conseguir recursos financieros externos y su disponibilidad. La globalización financiera influye en el crecimiento en dos maneras:

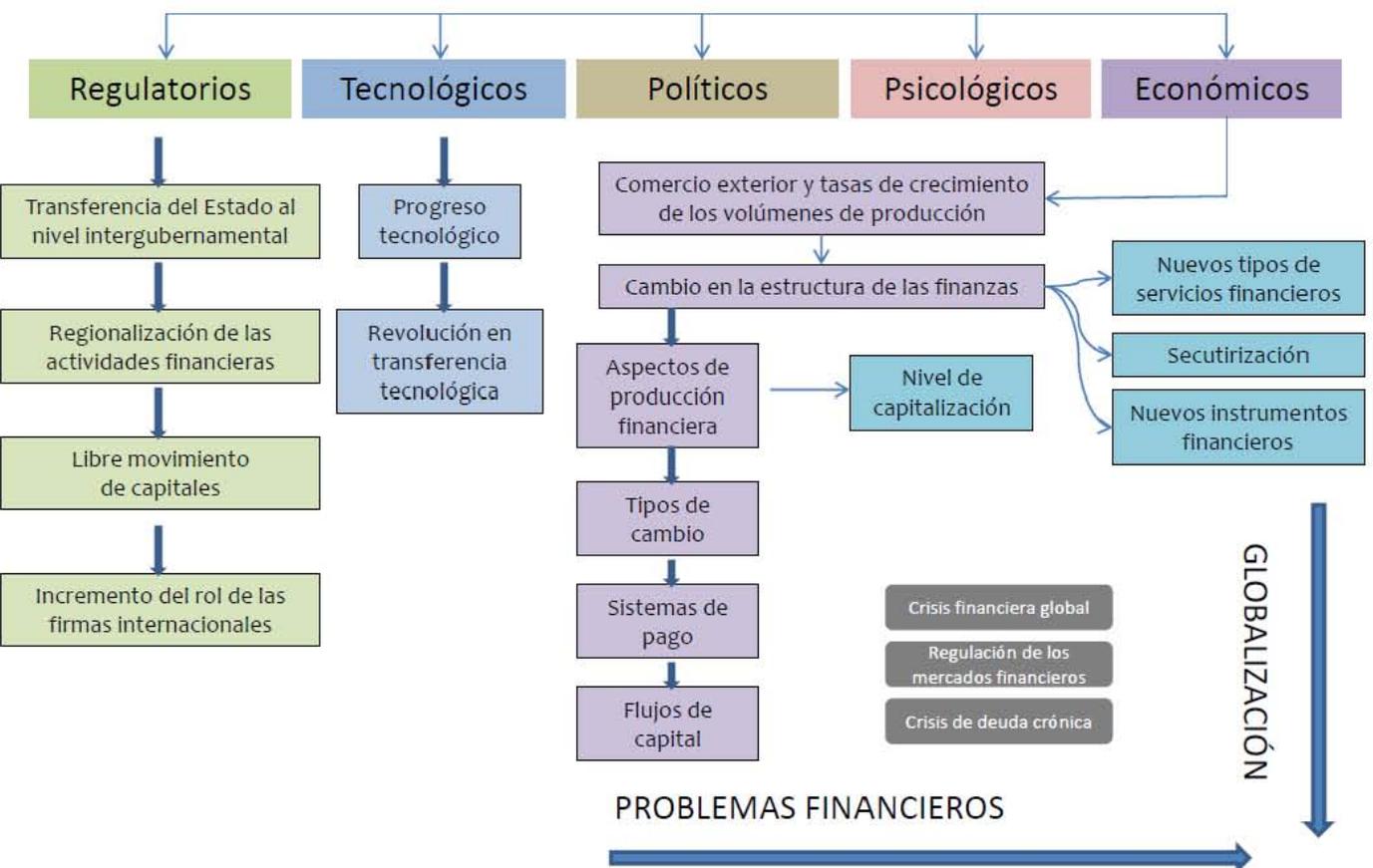
- A través del incremento de la oferta del capital global
- A través de la estimulación del desarrollo del sistema financiero nacional

El cual promueve la eficiencia de división de recursos, creando nuevos instrumentos financieros y mejorando la calidad de los servicios bancarios. Además, cambia el proceso de invertir; en particular, los enormes flujos de capital financiero estimulados por la globalización, están divididos en dos grupos, inversiones de corto plazo o tácticos, e inversiones de largo plazo o estratégicos. Dentro de los flujos financieros internacionales, las inversiones de corto plazo o tácticos, predominan sobre los de largo plazo o estratégicos.

El siguiente diagrama muestra, los factores que influyen en la globalización financiera, demostrando que el nivel de globalización encabeza todos los sectores reales de la economía, sobre todo de tres maneras:

1. Económicos. Debido a la globalización, el volumen del dinero especulativo circulando con el fin de encontrar mercados con mejores expectativas de rendimientos ha crecido, principalmente en los países emergentes.
2. Tecnológicos. El ritmo de los flujos financieros de las inversiones de corto plazo es extraordinariamente alto. Su movimiento en la economía mundial es caótico, de carácter imprevisto.
3. Regulatorios. Los capitales de corto plazo en la economía mundial están libres de cualquier influencia de carácter regulatoria o de supervisión.

FIGURA 1.1 FACTORES QUE INFLUYEN EN LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA



FUENTE: elaboración propia con información de:

- Measuring Globalization: Economic Reversals, Forward momentum by FOREIGN POLICY, A. T. Kearney March/April 2004 <www.foreignpolicy.com>
- OECD Handbook on Economic Globalization Indicators. — OECD, 2005 <www.oecd.org>

Estos factores que conllevan a la globalización financiera, generan inherentemente problemas financieros. Como se muestra en la figura anterior, el grado de integración de los países del sistema económico mundial, está determinado por la integración de los mercados financieros internacionales y la participación en la globalización financiera. La introducción a las nuevas tecnologías financieras y las innovaciones financieras estimulan los flujos intensivos de capital. La característica de la globalización en el área financiera, es la liberalización, (un crecimiento significativo del número de transferencias entre los países, la concentración de operaciones en los principales mercados financieros internacionales de capitales) y el comercio de activos financieros altamente convertibles fueron los que presentaron mayor desarrollo. Funcionando bajo sus propias reglas, los mercados financieros dictan ahora las leyes a los Estados y a los responsables políticos, el sistema financiero y las relaciones financieras son simultáneamente objetos y sujetos de la globalización.

La globalización financiera bajo el modelo neoliberal cuya práctica se implementó a principios de 1970, no ha dado los resultados esperados, y ha evidenciado los problemas de este proceso, como son:

- Primero: la globalización financiera no estuvo promoviendo la estabilidad de los mercados de capital del mundo y en contraste, llegó a ser el catalizador de vulnerabilidad y de especulación.
- Segundo: no ha promovido el desarrollo de los préstamos de largo plazo en los mercados de capital, consolidando cierta asimetría en los flujos de capital y agudizando los problemas crónicos de deuda.
- Tercero: creo condiciones favorables para los especuladores financieros, quienes en lugar de influenciar en intensidad y eficiencia de la dirección de las inversiones, comenzaron a tomar distancia de la liquidez financiera de los países.
- Cuarto: la globalización financiera agudizó el problema de ampliación de las burbujas financieras, aumentando la brecha entre activos financieros y activos materiales.
- Quinto: el mercado de fondos, debido a la expulsión de crédito de los bancos nacionales, no incrementó el acceso a las empresas o a los prestatarios de capital para financiar sus inversiones.
- Sexto: la apertura de economías nacionales fue incapaz de compensar los cambios de las empresas en los mercados financieros mundiales en relación con su financiamiento.
- Séptimo: la enorme escala de liberalización financiera no obliga a los centros financieros mundiales a coordinar sus actividades globalmente.

Hay ciertas cosas positivas y algunos cambios en los mercados financieros internacionales, en particular:

- El fortalecimiento y la clara delimitación del centro y la periferia, que se ha llevado a cabo en los sectores financieros, institucionales y tecnológicos.
- La reorientación de las actividades financieras se mueve hacia las inversiones en bienes inmuebles, que aumenta considerablemente.
- Los nuevos instrumentos y servicios financieros toman más relevancia.
- Hay un permanente retorno al modelo neo keynesiano de estrategias anti crisis.
- El Banco Mundial cambió su interpretación del rol del Estado en la economía hacia el fortalecimiento de las instituciones nacionales.

Por lo tanto, las malas políticas son la razón de que el sistema financiero conduzca a las dañinas crisis financieras.

1.3 LA CRISIS HIPOTECARIA EN EU

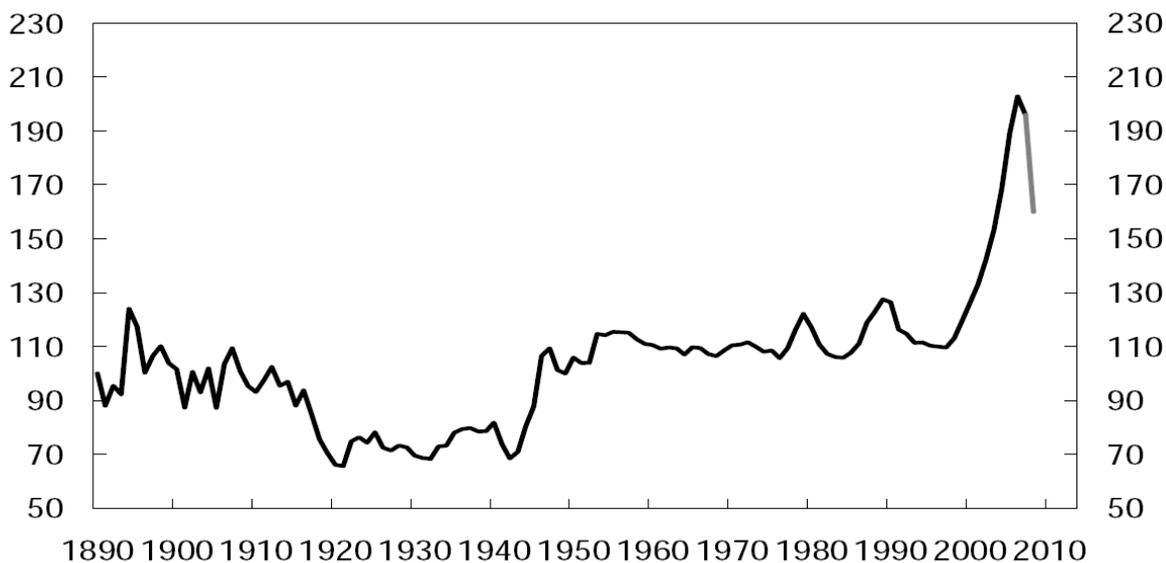
La historia de los mercados está llena de auges. La volatilidad de los ciclos económicos está estrechamente relacionada con el grado de apalancamiento financiero. El desarrollo de nuevos instrumentos financieros sienta las bases de la crisis *subprime*, porque inflaron la cantidad de apalancamiento y la magnitud de riesgo en el sistema. Un síntoma es que los líderes de muchas instituciones afirman haber sido sorprendidos por la cantidad de riesgo a la que sus empresas fueron expuestas.

Pero la crisis hipotecaria de Estados Unidos surge con tres ingredientes relacionados: mala valoración de grandes activos, fallos que fomentó la complacencia y el surgimiento de las vulnerabilidades sistémicas a fallas individuales. Las condiciones iniciales de las crisis deben verse más bien como típicas en el fenómeno de las crisis financieras. Una variedad de factores fundamentales habían impulsado el precio de los activos, en este caso el de las casas, durante un extendido periodo de tiempo. El mercado y los innovadores financieros extrapolaron sus expectativas mas allá de lo que sus fundamentos podrían justificar, hasta que los precios colapsaron y generaron una pérdida de liquidez en los instrumentos financieros relacionados. El resultado golpeó la capitalización del banco, yéndose al precio de los activos y el shock de liquidez dentro de una persistente crisis financiera en la cual, la colocación del riesgo expuesto se manejó con alto grado de incertidumbre.

Con los mercados sin liquidez, el desarrollo ha sido más agravado por el precio de los *commodities* que limita el alcance por la flexibilidad de la política y la cara débil del sistema financiero que surge con una economía menos estricta. Sin embargo, el impacto de las interrupciones financieras en la economía agregada ha conducido al frágil sistema financiero al borde del colapso.

De acuerdo con la gráfica siguiente que muestra el índice de precios de las casas en Estados Unidos, se ilustra el incremento de los precios sobre las hipotecas a partir del año 2000, entonces ¿cuáles fueron los fundamentos favorables para que las casas hayan sido la causa del surgimiento de precios antes de la oleada de los últimos años? Son tres factores: primero, dos décadas de la Gran Moderación habían bajado el ritmo económico y la volatilidad inflacionaria fomentó un sentido genuino de reducir el riesgo para activos de largo plazo. Segundo, la prima de riesgo en activos de largo plazo cayó, sobre un periodo de tiempo extenso, lo cual inició en 1980. Tercero, después de las secuelas de la crisis financiera asiática, la inversión disminuyó y los ahorros en el mundo emergente ayudaron a reducir el costo real de los fondos de largo plazo, ambos en términos absolutos y relativos a los fondos de corto plazo.

FIGURA 1.2 ÍNDICE DE PRECIOS REALES DE LAS CASAS EN ESTADOS UNIDOS



FUENTE: Elaboración propia. La observación de 2008, es para el primer trimestre de Robert Schiller, *The Subprime Solution*, Princeton University Press, 2008. Todas las demás observaciones son de <www.irrationalexuberance.com/fig2.schiller.xls>

La crisis hipotecaria se debe a la conjunción de tres fenómenos: los desequilibrios macroeconómicos, las disfunciones microeconómicas y las prácticas financieras de alto riesgo.¹⁰ De acuerdo con los desequilibrios macroeconómicos, la crisis financiera es proporcional a la situación de fragilidad que se había desarrollado en la economía mundial; una fragilidad camuflada por sus éxitos. Es lo que se llama, según Hyman Minsky, la «paradoja de la tranquilidad»: las crisis de sobreendeudamiento se incuban mientras todo va bien y los agentes económicos (empresas, hogares...) se benefician del crecimiento y de los bajos tipos de interés para endeudarse a veces más de lo que sería razonable. Pero cuando los tipos de interés empiezan a subir, en particular debido a la restricción monetaria, el endeudamiento que parecía sostenible en vista del nivel moderado de los tipos pasa a ser insostenible y se convierte en sobreendeudamiento. En el caso de la crisis financiera que empezó en 2007, la «paradoja de la tranquilidad» fue acompañada de una «paradoja de credibilidad».

Al haber tenido la lucha contra la inflación unos resultados muy favorables, la credibilidad de los bancos centrales y de las autoridades monetarias resultaba reforzada. El modelo de base para comprender la sucesión de acontecimientos que condujo a la crisis es el de la teoría del sobreendeudamiento inspirado en la obra de¹¹ Irving Fisher de 1933. Tradicionalmente, todo empieza con un choque de productividad que tiene una incidencia positiva sobre el crecimiento, que alimenta a su vez las expectativas de beneficios y se traduce en un aumento de las inversiones y por consiguiente, del crédito.

No obstante, esta dinámica comparte varios mecanismos de estabilización. En efecto, la expansión del crédito se ve normalmente limitada por el alza de la inflación, que conduce a una restricción de la política monetaria y la subida de los tipos de interés. Además, los bancos se ven sujetos a unas limitaciones en su oferta de crédito debido a sus necesidades de fondos propios. Salvo que en los últimos tiempos, los estabilizadores automáticos no funcionaron como de costumbre. A continuación se explica el porqué.

¹⁰Tomado del resumen del informe CAE número 78 (04/09/2008); informe de Patrick Artus, Jean-Paul B., Christian de Boissieu y Gunther Capelle-Blanchard. *La Crisis Subprime*, Conseil d'Analyse Économique.

¹¹Como el mismo I. Fisher lo plantea en su obra original, son nueve los factores ocurrentes y recurrentes, los que conducen a una depresión: i) ligero pesimismo y desaceleración de la velocidad de circulación, ii) caída del interés monetario, iii) ventas de urgencia, iv) caída de los precios de los bienes, v) contracción de los depósitos en moneda, vi) reducción de la riqueza neta, vii) incremento de pérdidas, viii) incremento del desempleo, ix) especulación, contracción del crédito, ... Tomado de *Problemas del Desarrollo*, Vol. 30, número 119, México, IIEc-UNAM, octubre-diciembre 1999.

En el caso de la crisis *subprime*, el punto de partida parece ser el exceso de liquidez a escala mundial, principalmente debido a los importantes superávits comerciales y a la elevada tasa de ahorro de los países emergentes, China en particular, y los países exportadores de materias primas. Esta gran liquidez mundial no se tradujo en inflación de los bienes y servicios, al contrario: la inflación mundial no cesó de bajar y su volatilidad se estabilizó. A ésta, se añadió una menor fluctuación del PIB y sus componentes, un fenómeno calificado de «gran moderación» (*great moderation*). Ello fue igualmente acompañado de una mejora de la situación macroeconómica y una modernización de las estructuras financieras de los países emergentes. Por consiguiente, se daban todos los elementos necesarios para favorecer la confianza.

Ello conllevó una disminución de la aversión al riesgo entre 2003 y 2006 y la abundante liquidez llevó a los agentes a buscar unos activos más arriesgados para sus inversiones, en búsqueda de rendimiento. La bajada de los tipos y de las primas de riesgo alentó un crédito abundante y barato. Ello favoreció también las operaciones con un gran efecto de apalancamiento. Si bien el exceso de liquidez no tuvo un impacto sobre los precios de los bienes y servicios, sí los tuvo sobre el precio de algunos activos.

Una apreciación de los créditos hipotecarios favoreció su expansión, ya que los préstamos estaban garantizados con el valor de los activos inmobiliarios (principio de acelerador financiero). La revalorización de los activos tuvo igualmente una incidencia sobre el consumo y se tradujo en un repunte del optimismo propicio para el crecimiento (efecto de riqueza).

Tras el desplome de los valores bursátiles a partir del 2000, los intermediarios financieros tuvieron que encontrar otras inversiones para satisfacer a sus clientes que les ofrecieran una rentabilidad elevada. Cuando los mercados bursátiles están a media asta, los inversores se suelen dirigir hacia los mercados de renta fija (*flight to quality*).

No obstante, debido a los desequilibrios macroeconómicos analizados más arriba, los tipos actuariales eran muy bajos. Para hacer frente a esta exigencia de rentabilidad, reforzada por la competencia de nuevos intermediarios financieros (*hedge funds* en particular), los bancos adoptaron dos tipos de estrategia: aumentaron su volumen de actividad relajando las condiciones de concesión de préstamos, e innovaron.

El comportamiento de los bancos en lo que se refiere a la concesión de préstamos es tradicionalmente procíclico: los criterios se suavizan cuando la coyuntura es favorable y se endurecen en caso de desaceleración. En el caso de la crisis de los créditos *subprime*, este efecto se produjo totalmente. Varios estudios empíricos demuestran que las instituciones financieras de los Estados Unidos fueron laxas en la concesión de préstamos a los hogares. Normalmente, el aumento del volumen de créditos debió incrementar las necesidades de fondos propios de los bancos. Pero en los últimos años, este mecanismo estabilizador no se produjo totalmente. Las instituciones financieras se adaptaron muy bien a esta limitación innovando nuevos instrumentos financieros.

Hay un gran consenso entre los economistas en reconocer las ventajas de la innovación financiera. En efecto, ésta permite una reducción de los costes de transacción y una mayor flexibilidad de las operaciones financieras. También contribuye a la eficiencia de los mercados, mejorando el proceso de formación de precios, y permite una mejor asignación de riesgos.

La titularización es una operación financiera que consiste en transformar préstamos bancarios tradicionalmente ilíquidos en títulos fácilmente negociables en los mercados, mediante una entidad jurídica *ad hoc*. Lo más habitual es que el banco que ha concedido los préstamos iniciales los ceda a un vehículo específico (*special purpose vehicle* o SPV) que financia esta adquisición emitiendo títulos en los mercados. Los inversionistas que compran los títulos reciben como contrapartida los ingresos (intereses y reembolso del principal) procedentes de los préstamos. La titularización permite a los bancos transferir el riesgo de crédito. El operador bancario o financiero que cede los créditos puede continuar sus operaciones sin modificar su base de fondos propios. La titularización forma parte de un amplio proceso de desintermediación y negociación en los mercados.

En teoría, la negociación en el mercado de los créditos debería mejorar la eficiencia del sistema financiero, permitiendo una mejor diseminación del riesgo. En consecuencia, la cantidad de créditos en el sistema se incrementa, su calidad media se degrada, los fondos propios bancarios que los garantizan son relativamente cada vez más bajos y el riesgo asumido por el comprador del título aumenta. Para limitar los riesgos de comportamiento oportunista, se debe dividir la cartera de préstamos en varios tramos con más o menos riesgo y que el prestamista conserve el de más riesgo, el llamado

tramo *equity* o *First Loss Position*¹². Al sólo ceder una fracción de los préstamos, la de menos riesgo, la entidad inicial está motivada para ejercer plenamente su actividad de selección y control. Además, cuanto más elevado es el tramo *equity*, menos expuestos están los inversores. No obstante, en la práctica es difícil saber qué parte conserva efectivamente la entidad inicial: al multiplicarse las herramientas de transferencia de riesgos (CDS y otras), ya no se sabe realmente quién soporta qué. Por otro lado, parece que la titularización incita a los bancos a tomar más riesgos al permitirles transferir una parte de ellos.

El alza de la morosidad de los préstamos inmobiliarios, sobre todo en Estados Unidos, junto con la crisis de liquidez; afectaron fuertemente los resultados de los bancos. De hecho, la estimación de las pérdidas ha empeorado sin cesar desde el principio de la crisis. En abril de 2008, el FMI estimó que la crisis financiera costaría 565,000 millones de dólares a los bancos y hacia un billón de dólares a todo el sector financiero. Por lo que la crisis *subprime* asciende a 7 puntos del PIB de Estados Unidos. La crisis provocó igualmente una reducción enorme del apalancamiento. Ello se reflejó en una disminución de los productos estructurados (*deleveraging*)¹³. Los fondos de LBO (*leveraged buy out*)¹⁴ también resultaron fuertemente afectados por la crisis. En cuanto a los *hedge funds*¹⁵ (fondos de cobertura), que habían resistido bastante bien a la crisis en los primeros meses, la situación se complicó hasta el punto que varios de ellos tuvieron que suspender las solicitudes de reembolso de sus clientes o liquidar sus carteras.

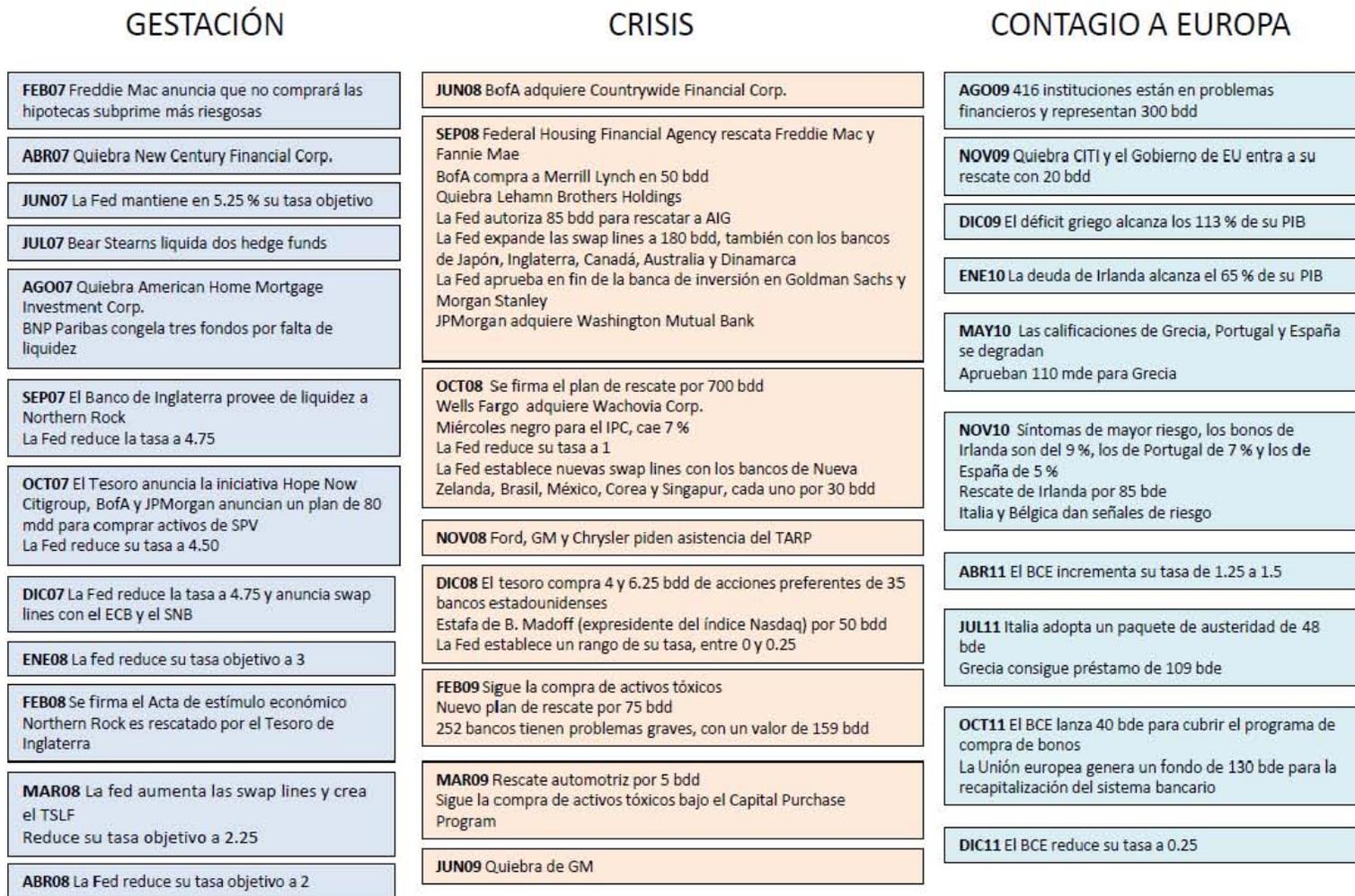
¹²De los vehículos de propósito especial, (traducción literal de Special Purpose Vehicle: SPV); un CDO (Collateralised Debt Obligation), consiste en un portafolio diversificado de valores no líquidos y de activos de crédito de alto riesgo, como bonos de alto rendimiento o préstamos bancarios altamente apalancados (CBO: Collateralised Bond Obligation, CLO: Collateralised Loan Obligation). Dentro de un portafolio CDO, un *Equity* es también llamado First Loss Position, ya que se refiere al riesgo al que está expuesto el primer dólar perdido en el portafolio.

¹³Leveraging o apalancamiento: es una estrategia financiera que puede ser prudente o no y se refiere al nivel de riesgo financiero del capital invertido (*equity*). En términos contables es el grado de financiamiento respecto al valor real de un activo. El desapalancamiento o *deleveraging* es el proceso inverso.

¹⁴Leverage Buy Out: se refiere a la compra apalancada de empresas. Es una compra, por ejemplo de una empresa, financiando una parte importante de la misma, con deuda. El flujo de caja absorbe los pagos de interés y capital, por lo que la posición es altamente riesgosa; consecuentemente, las tasas de interés son más elevadas que en una transacción convencional.

¹⁵Hedge Funds: literalmente denominados fondos de cobertura o de libre inversión, se define teóricamente como el componente activo de un portafolio tradicional cuyos rendimientos están en función de un índice de mercado (benchmark). Técnicamente $h=w-b$, donde w es el peso de los activos (tradicionales) del portafolio, b es el peso del índice de referencia y h es la diferencia del valor del portafolio respecto al valor del índice.

FIGURA 1.3 CRONOLOGÍA DE LA CRISIS FINANCIERA



FUENTE: Elaboración propia con información de <http://www.ft.com/home/us>

BDD: billones de dólares

MDE: millones de euros

ECB: European Central Bank

SNB: Swiss National Bank

TSLF: Term Securities Lending Facility

TARP: Troubled Asset Relief Program

SPV: Special Purpose Vehicles

Como se muestra en la figura anterior, la quiebra de Freddie Mac y Fannie Mae destapó los problemas financieros por sobreapalancamiento de otros bancos, como Bear Stearns. Las medidas por parte de la Fed y del Tesoro fueron contracíclicas, basados en la reducción de la tasa de referencia y posteriormente, en los estímulos económicos.

Ante la imposibilidad de contener el contagio financiero, Bank of America, JP Morgan y Citigroup anuncian la compra de activos tóxicos. A mediados de 2008, la crisis se extendió a todo el sistema financiero de Estado Unidos, provocando una serie de adquisiciones, fusiones y declaraciones en banca rota. A finales de ese año, la crisis alcanza a la economía real y contagia a la industria automotriz, el gobierno estadounidense aumenta los planes de rescate de la industria. A principios de 2009, la industria automotriz se colapsa hasta la quiebra de General Motors en junio de ese año. La crisis contagió el sistema financiero europeo y en menor medida, al de las economías emergentes. Podríamos estar hablando de un proceso de estabilización a través de la exportación de la crisis hacia Europa principalmente.

La solución adoptada en Estados Unidos, fue ir a buscar el ahorro para invertir en acciones donde el crecimiento se encuentra potencialmente mayor; es decir, en los países emergentes y exportadores de materias primas; los superávits de estos países se habían destinado hasta ahora a reservas de divisas por parte de los bancos centrales, invirtiendo en activos sin riesgo. Por consiguiente, el potencial para que una mayor parte de estos excedentes se destine a la inversión en acciones es considerable. La crisis financiera también ha hecho aparecer una exigencia de liquidez que debería tener numerosas consecuencias. En primer lugar, hará más difícil el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas, ya que por definición los títulos de deuda o de capital emitidos por éstas, son poco líquidos; es decir, difíciles de negociar.

Recientemente, la función del sector financiero ha sido sobre todo, la transferencia de riesgos, principalmente a través de los mercados de derivados y la titularización. Si este volumen cae en el futuro y si la necesidad que se refleja en los mercados financieros se convierte en una necesidad de liquidez, cabe prever que el sector financiero ya no se dedique a organizar la transferencia de riesgos, sino a facilitar el mantenimiento de la liquidez. Ello implicaría el desarrollo de los mercados caracterizados por mantenerse líquidos (mercados de gran tamaño para activos estandarizados) así como el desarrollo de una actividad (remunerada) de proveedor de liquidez. ¿Cuáles son las repercusiones

previsibles para los bancos en este nuevo entorno? En vista de lo anterior, cabe pensar que el tamaño de los bancos aumentará: los grandes bancos pueden fácilmente emitir títulos de deuda líquida, obtener fondos propios de los inversores de los países emergentes y a la vez diversificar los riesgos de impago. Por consiguiente, puede esperarse que el movimiento de concentración bancaria continúe. Sin embargo, los inversores siguen teniendo acceso a una abundante liquidez. Además, no parecen haber renunciado, a pesar de las repetidas crisis, a buscar unos rendimientos elevados, lo que les empuja hacia el mimetismo. Ello concentra la liquidez en un pequeño número de activos haciendo aumentar exageradamente sus precios, lo que lleva a la aparición de burbujas.

Las intervenciones públicas para encauzar la crisis que empezó en agosto de 2007 pueden clasificarse en tres categorías:

- 1) Ayudar a los hogares para limitar el aumento de impagos.
- 2) Flexibilizar la política monetaria inyectando liquidez y, eventualmente, actuando sobre los tipos de interés.
- 3) Intervenir como prestamista de última instancia, incluso como comprador de última instancia.

Desde de agosto de 2007, el gobierno estadounidense ha anunciado varias medidas para evitar las situaciones de impago de los hogares. El plan llamado «*Hope Now Alliance*»¹⁶ fue presentado oficialmente a principios de diciembre de 2007, con un doble objetivo: primeramente proteger a los hogares más frágiles, pero también encauzar la crisis. La principal medida destinada a limitar los impagos hipotecarios fue congelar, bajo ciertas condiciones, los tipos de interés de los préstamos de alto riesgo a tipo variable (*adjustable rate mortgage*).

La administración de G. Bush también anunció a principios de 2008 un plan presupuestario de unos 150,000 millones de dólares, o sea el equivalente del 1% del PIB. Este plan, junto con una reducción de los ingresos fiscales, tendrá evidentemente como consecuencia, el agravamiento del déficit de los EE.UU.

¹⁶El plan fue una alianza entre el Gobierno y los participantes del mercado hipotecario, para ayudar a tantos propietarios de casas como fuera posible, para pagar sus hipotecas.

Desde el inicio de la crisis, los bancos centrales han demostrado una gran capacidad de reacción. Han actuado a la vez para evitar una crisis bancaria sistémica y para limitar las repercusiones sobre el crecimiento, separando en la medida de lo posible, ambos objetivos. Asimismo, la Reserva Federal ha aprovechado estos acontecimientos para innovar en cuanto a sus procedimientos de intervención.

Los bancos se financian tradicionalmente tomando dinero prestado a corto plazo en el mercado interbancario. Pero la crisis financiera que empezó en 2007 se ha caracterizado por una gran desconfianza mutua entre los bancos, lo que condujo al alza de los tasas de interés a tres meses.

Normalmente, las tasas interbancarias a tres meses no superan en más de 20 puntos base el tipo oficial del banco central, considerado sin riesgo. Pero desde agosto de 2007, este spread (diferencial de tipos) es entre dos y seis veces más alto. Desde el principio de la crisis, los bancos centrales han intervenido masivamente para suministrar liquidez, esperando así reducir las tensiones del mercado monetario y restablecer la confianza. La política monetaria se ha caracterizado también por una extensión de la duración de los préstamos, una ampliación de las garantías y la posibilidad para nuevos actores financieros de obtener refinanciamiento de la Fed. Además de proveer liquidez, para reducir el impacto de la crisis financiera sobre el crecimiento, la Fed ha bajado considerablemente su tipo de referencia.

El papel de prestamista de última instancia lo desempeñan los bancos centrales, que pueden prestar fondos adicionales a los bancos tomando sus activos como garantía. Desde el principio de la crisis, el Banco de Inglaterra tuvo que nacionalizar (temporalmente) en febrero de 2008 al banco hipotecario Northern Rock, y en marzo de 2008 la Fed tuvo que acudir a la ayuda del quinto banco de inversión estadounidense, Bear Stearns. Cabe resaltar que es la primera vez que las autoridades monetarias de EU han rescatado un banco de inversión. De la crisis *subprime* ya se pueden extraer varias lecciones que constituyen, en ciertos casos, recomendaciones para las políticas públicas.

Exigir que las agencias de calificación sean transparentes en cuanto a sus modelos y metodologías. Imponer a dichas agencias la integración en sus evaluaciones del riesgo de liquidez y los riesgos operacionales junto con los riesgos de crédito. Ello puede traducirse en la asignación de una calificación complementaria a las ya existentes o en la

utilización de una escala de calificaciones distinta cuando se trata de productos estructurados.

Integrar las consideraciones de liquidez de Basilea III para cada uno de estos tres pilares: la definición del índice de solvencia (primer pilar), el ejercicio de la supervisión bancaria (segundo pilar), prestando cada vez más atención en este ejercicio a la liquidez y, la disciplina de mercado (tercer pilar); ya que los bancos tendrán que ser más transparentes sobre su situación de liquidez. Aumentar las ponderaciones de las líneas de liquidez «*contingency lines*» mediante las cuales los bancos se comprometen a recomprar los créditos que hayan titularizado.

A escala mundial, incorporar los principales países emergentes y representantes de países en desarrollo a los trabajos sobre la liquidez. Sustituir el G7/G8 por un G13 o un G15, que permita incorporar como miembros de pleno derecho a los grandes países emergentes (China, India, Brasil, México...). Velar por que la reglamentación no beneficie, finalmente, a las plazas financieras *offshore*. De nuevo, ello requiere la mayor concertación posible.

1.4 INTERVENCION DE LOS ORGANISMOS REGULADORES

Muchos economistas están de acuerdo en que la burbuja hipotecaria de Estados Unidos, se explica desde la crisis de las punto com en el 2000 y su subsecuente recesión que inició en 2001, la Fed recortó las tasas de interés de corto plazo de 6.5 a 1%. Greenspan admitió en 2007 que la burbuja hipotecaria fue fundamentalmente engendrada por la declinación de las tasas de interés de largo plazo. Las tasas hipotecarias están típicamente correlacionadas con los bonos del tesoro a 10 años, los cuales son afectados por las tasas de los Fondos Federales. La Fed ha reconocido la conexión entre las bajas tasas de interés, el alto valor de las casas y el incremento en la liquidez que traen los altos precios del sector inmobiliario en toda la economía.

En el reporte de 2005, del International Finance Discussion Papers, no. 841, House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study, la Fed señaló que el precio de las casas están influenciados por las tasas de interés y en algunos países, el sector de la construcción es un canal principal de la transmisión de la política monetaria. De 2001 a 2002, al inicio de la crisis punto com, la tasa de fondos de la Fed se redujo de 6% a

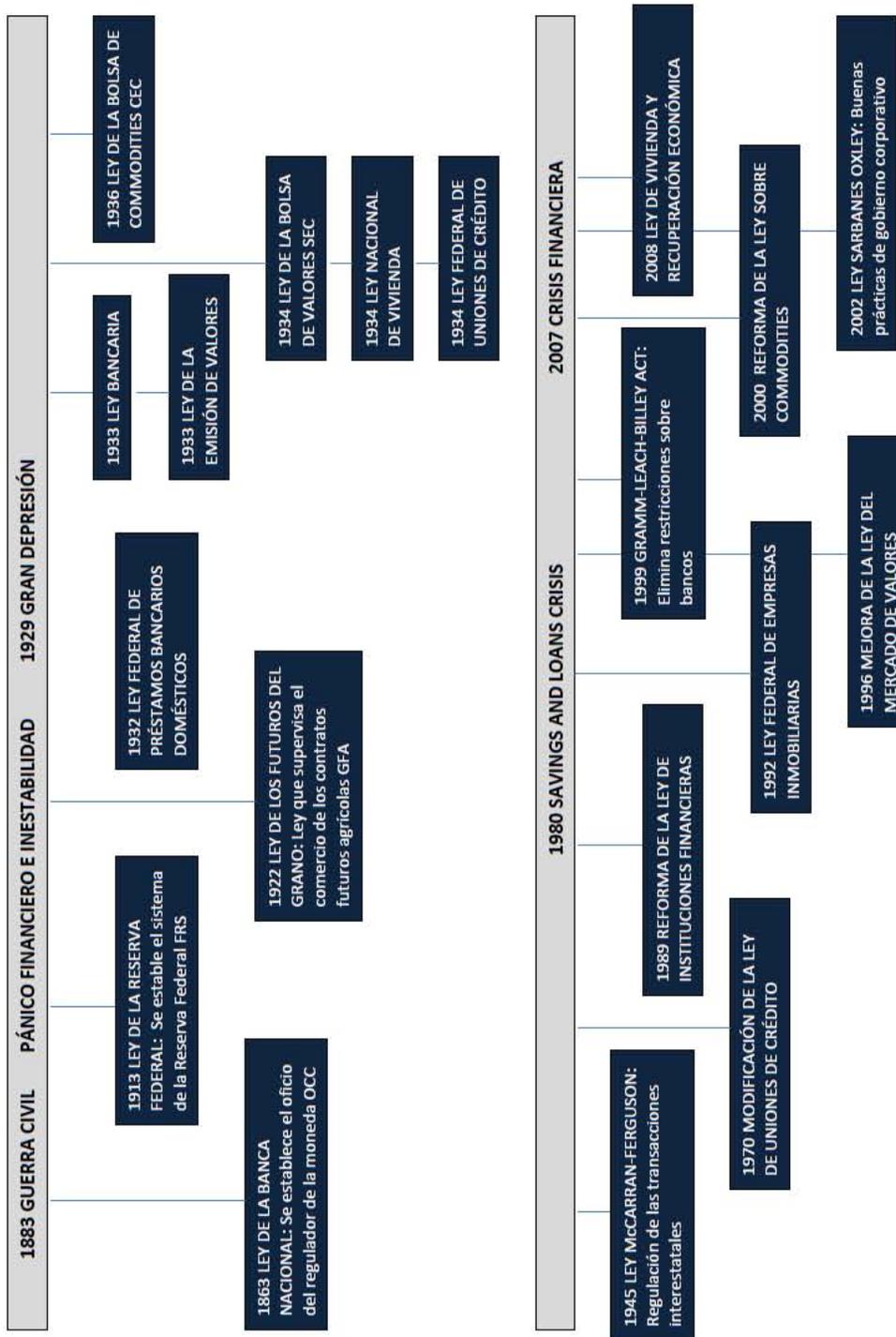
1.24%, algo similar ocurrió en Inglaterra con la tasa interbancaria (London Interbank Offered Rate, LIBOR). Por otro lado, las agencias calificadoras están bajo escrutinio para dar una calificación sobre todo para el sector hipotecario de alto riesgo, las calificaciones más altas se debían a las hipotecas múltiples e independientes que mantuvieron su respaldo por hipotecas, según las calificadoras. Sin embargo, los conflictos de interés estuvieron envueltos, ya que las calificadoras eran pagadas por las empresas como los bancos de inversión.

De hecho, en el discurso de 2007 de Greenspan pronunciado en Londres, criticó la función de las agencias en la crisis. "El problema es que los inversionistas tomaron la calificación de AAA de diversos activos, porque las agencias se las asignaron". Entonces cuando intentaron vender los productos en dificultades, removieron la confianza. "Lo que vimos fue 180 grados de euforia y pánico, y lo que hemos aprendido del pasado, es que el pánico es un desafío formidable". En noviembre de 2007, las agencias calificadoras degradaron más de 50,000 millones de obligaciones de alta calificación debido a las deudas colateralizadas. Desde que algunos inversionistas institucionales se les permitieron tener solo valores de alta calidad, hubo un incremento de riesgo que obliga la venta de esos valores, los cuales pueden causar devaluación.

Por otra parte, las agencias como S&P Corp., Moody's Investors Service Inc. y Fitch Ratings, se han demorado en bajar las calificaciones de los valores basados en préstamos hipotecarios a prestatarios de EU con escasa solvencia. La política gubernamental alentó el desarrollo de la crisis *subprime*, a través de la legislación como la Ley de Reinversión Comunitaria (Community Reinvestment Act), que obliga a los bancos a conceder préstamos a sus clientes no solventes o la derogación de la Ley Glass-Steagall¹⁷. La figura 1.4 muestra la formación del sistema legal referente al sistema financiero en EU. La legislación que regula y supervisa las operaciones financieras se volvieron más laxas a partir de 1990, como parte de una política para aumentar las transacciones financieras, eliminando restricciones a las operaciones bancarias, e implementado una autorregulación por parte de las mismas instituciones financieras.

¹⁷La ley Glass-Steagall II es conocida también como Ley Bancaria, y separaba a los bancos de acuerdo a sus negocios en comerciales y de inversión, esta Ley implementó un fondo para asegurar los depósitos bancarios (Federal Deposit Insurance Corporation). Esta Ley fue derogada en 1999 y en su lugar se promulgó la Gramm-Leach-Bliley Act como medida para que el sector bancario pudiera ofrecer múltiples servicios financieros, con lo que el riesgo en las operaciones se empezó a crecer.

FIGURA 1.4 FORMACIÓN DEL SISTEMA REGULATORIO EN ESTADOS UNIDOS



FUENTE: Elaboración propia con información de United States Government Accountability Office, Financial Regulation, GAO-09-216, January 2009.

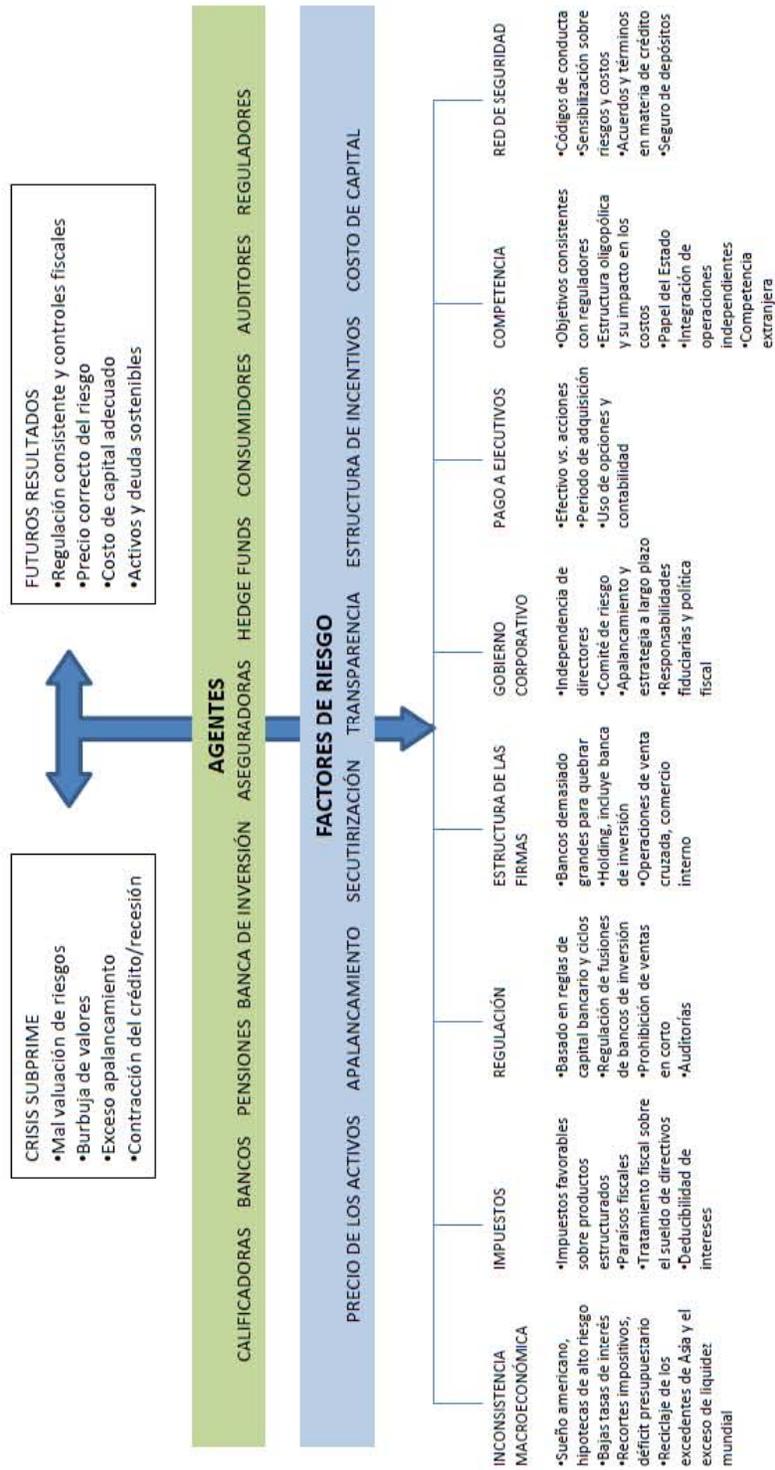
Esta flexibilidad legal terminó con el fraude de Enron y de WorldCom, entre otras; debido a la contabilidad creativa, con lo que se aprobó la Ley Sarbanes Oxley de buenas prácticas de gobierno corporativo en 2002. En los años recientes, el gobierno corporativo influyó en la estructura de regulación y supervisión financiera.

Durante la crisis, el desempeño del gobierno corporativo tuvo tres enfoques: el primero es que la cultura de la banca de inversión, es más difícil de controlar desde las oficinas. La segunda es que los negocios son más complejos y los productos son inherentemente más difíciles de comprender que los simples productos bancarios, por lo que el control del riesgo es mucho más difícil. El tercero, es la característica del riesgo asociado con la estrategia del banco a largo plazo.

Los principios de Basilea III y la estrategia de hacer frente a los problemas hipotecarios, es fundamental para reactivar la economía y reactivar a los mercados, disolviendo las figuras de banca de inversión o transformándolas en corporativos con la regulación necesaria en sus transacciones financieras. No hay un simple indicador de buen gobierno que vincule la independencia, compensación y remuneración; lo que resulta complejo e idiosincrático para una empresa. Con respecto al manejo de la crisis, hay tres pasos básicos para hacerle frente a la insolvencia.

- Pasivos de garantía para detener los spreads bancarios. Todos los depósitos necesitan estar cubiertos para evitar spreads entre instituciones cubiertas y no cubiertas.
- Separar los activos buenos de los activos malos y estos últimos, ponerlos fuera de los hojas de balance, tal y como sucedió con el programa de eliminación de activos tóxicos (Trouble Asset Relief Program), cuya esencia es la compra por parte del Estado de los activos tóxicos, o bien la nacionalización de los bancos, separando los activos malos para después vender los bancos limpios (caso de la crisis de la devaluación del peso mexicano en 1994). Otro método consiste en fomentar un gran banco mejor capitalizado para hacerse cargo de los bancos pequeños a él y absorber sus pérdidas.
- Recapitalizar a los bancos, limpiando los activos a través de nuevos dueños de los valores. Esto puede ser por medio de acciones comunes o acciones preferentes (que proveen un mayor rendimiento) de agentes privados o del gobierno.

FIGURA 1.5 TENDENCIAS REGULATORIAS DEL MERCADO FINANCIERO



FUENTE: Elaboración propia con información de United States Government Accountability Office, Financial Regulation, GAO-09-216, January 2009.

La figura anterior muestra que la regulación financiera posterior a la crisis *subprime*, debe orientarse en los siguientes puntos: la correcta valoración de los activos, lo que involucra la supervisión tanto de bancos como de calificadoras; el límite sobre el apalancamiento, imponiendo auditorías y regulando el sistema de fusiones y adquisiciones; la transparencia, obligando a que las instituciones permitan el acceso a sus estados financieros por parte de los organismos reguladores; regular el funcionamiento interno de cada institución respecto al gobierno corporativo, la conducta de *traders*, el pago a ejecutivos, entre otros.

Basilea III¹⁸ impuso dos cosas importantes con las reglas sobre el costo de capital y las actividades de supervisión. Primero, la regulación debe asegurar que el banco, al ser regulado estrictamente, soportará una crisis, mientras se permite incursionar en el sector de alto riesgo. Segundo, trabajar con las instituciones fuera de la estructura del holding, esta división del conglomerado financiero debe comprender banca de consumo, banca de inversión, administración de portafolios, etc. Las normas de capital pueden ser absorbidas con el riesgo de las actividades de las filiales y en periodos de crisis, cualquier pérdida de una filial puede ser tratada sin poner en riesgo al conglomerado.

El comité de Basilea sobre supervisión bancaria propuso el fortalecimiento en la elasticidad del sector bancario (*strengthening the resilience of the banking sector*)¹⁹, lo que implica introducir supervisión sobre un nivel de apalancamiento. Usado como un complemento de las medidas de capital de riesgo ajustado, este nuevo nivel de apalancamiento, puede ser evaluado.

Las medidas de Basilea III son, en síntesis, las siguientes:

- La compensación de riesgo colateral financiero o físico no está permitida para reducir exposiciones.
- Incluir elementos mediante el balance contable.

¹⁸Las medidas presentadas son un resumen propio del documento que el Comité de Basilea publicó en diciembre de 2010, bajo el título: *Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking System*. Para profundizar más sobre los lineamientos, consultar el documento disponible en <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>

¹⁹En el documento del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria en diciembre de 2009, propone el fortalecimiento de capital global y regulaciones de liquidez con el objetivo de promover un sector más resistente a contagios financieros.

- Propone incluir todos los activos, incluyendo los activos líquidos de alta calidad, en la valoración de los activos.
- Acuerdos de recompra y aseguramiento en las transacciones de valores. El comité propone incluir acuerdos de recompra siguiendo las reglas contables pero sin permitir la compensación.
- *Securizations*. Se propone el tratamiento contable.
- Derivados. Se proponen dos opciones: la primera, seguir el balance contable de valor razonable de acuerdo a los contratos de derivados sin negociación de compensación; la segunda, usar el método de exposición actual para medir la exposición potencial, sin compensación.
- Créditos derivados. La venta de protección del crédito, es considerado como una garantía, por ello el valor nominal de la protección de crédito vendido, estará incluido en la medida de los activos.
- Elementos fuera de balance. El comité propone incluir elementos fuera de balance en los montos nominales de la medida para evaluar el nivel de apalancamiento.

La crisis financiera que surgió del sector hipotecario con el excesivo apalancamiento del sector inmobiliario, es evidencia de la naturaleza del modo de producción. Así como las crisis son inherentes al sistema, es la destrucción creadora, de acuerdo con Schumpeter, lo que regenera los ciclos de negocios y lo que destruye la parte obsoleta de la economía para dar paso a la colocación en el mercado de los nuevos bienes y productos necesarios en la satisfacción del ego del ser humano, impulsados por el instinto psicológico del complejo de superioridad, más que en la satisfacción de las necesidades básicas impulsadas por el instinto animal. El desarrollo de los mercados financieros dan paso al complejo proceso especulativo interrelacionado con la máxima económica de obtener el máximo beneficio con el mínimo esfuerzo. Vislumbrado desde los primeros economistas, la crisis viene siendo el restablecimiento del sistema, precedido de una depresión causada por la inflación de una burbuja especulativa y sucedida de una recuperación económica impulsada por aquellos sectores de la economía real, más que de la financiera.

La crisis *subprime* inició en Estados Unidos contagiando a todo el mundo debido a la globalización financiera en un periodo de tiempo corto. A causa de la bursatilización de activos de alto riesgo, las hipotecas se convirtieron en un negocio con expectativas de

rendimiento elevadas, al grado de que esos títulos se convirtieron en activos tóxicos para la burbuja financiera, incapaces de volverlos líquidos y generando un efecto de arrastre para los sectores financieros inmediatos. En la economía real, los residentes fueron incapaces de pagar el valor de sus hipotecas, una vez que las autoridades monetarias elevaron las tasas de interés como medida de prevención de la inminente crisis financiera. La innovación financiera introdujo al mercado nuevos instrumentos con el objeto de que las empresas mantengan alternativas de fondeo en la dinámica de la economía real; sin embargo, el uso, pero sobre todo el abuso de tales instrumentos, marcó las expectativas irracionales del mercado.

Debe existir una conexión que compense la liberalización financiera con la regulación y supervisión hecha en cada economía, las ventajas y desventajas del libre flujo de capitales no es parte de esta tesis, sin embargo la velocidad de contagio de una crisis debido a la integración financiera, debe reconsiderar las posiciones de los reguladores financieros de los países y establecer restricciones para el fortalecimiento del sector económico y la contención de las crisis en general. Del mismo modo, el gobierno corporativo no ha cumplido con las expectativas con las que se estableció; por ello, las instituciones encargadas de su supervisión, deben mantener normas que garanticen el funcionamiento adecuado de las instituciones financieras, anticipando ataques especulativos y evitando los elevados apalancamientos con los que operan las empresas de orden mundial.

Los nuevos aspectos de Basilea III, incluyen estas observaciones, sin embargo es necesario regular las metodologías de evaluación a nivel internacional, particularmente con las calificadoras de valores. La confianza en los mercados es crucial para el desarrollo del sector financiero y las calificadoras emanan un poder específico sobre ello, complementadas con la generación de información a través de los diversos canales en el sector. Si la información es por naturaleza asimétrica, la disposición que de ésta tienen los agentes, recae en buena medida en las agencias de información, las cuales a su vez se respaldan en las auditorías y análisis que generan las calificadoras.

De acuerdo con lo anterior, las teorías que han explicado crisis financieras han dejado de lado la parte esencial del comportamiento del mercado, la conducta individual de cada uno de los participantes en él y de la reacción en cadena que causa el flujo de la información de carácter asimétrica a través de los diversos sectores de la economía.

Robert Schiller involucra la economía conductual como variable fundamental en el desarrollo de las crisis y propone la introducción de la psicología para la explicación del desenvolvimiento de los mercados financieros.

En este primer capítulo, se ha dado un marco teórico de la crisis hipotecaria, con los principales elementos que involucra la revisión de las proposiciones más importantes para la explicación de las crisis financieras en general. En el siguiente capítulo se abordará de manera más analítica, el proceso de conformación de una nueva arquitectura financiera, sus tendencias con la integración de las economías emergentes y los enfoques que toma cada país, como principal agente de la creación de la política económica y monetaria particularmente, y su interrelación con las instituciones financieras privadas.

CAPÍTULO 2 SURGIMIENTO DE UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA

Con el fin de superar no solo la reciente crisis financiera sino experiencias futuras, es necesario discutir la reconstrucción del sistema financiero global, lo cual ha sido extenuante, debido a su origen en el país más poderoso del mundo. Estados Unidos, en coordinación con Europa y los organismos multilaterales, ya empezaron la construcción de una nueva arquitectura financiera, con el debilitamiento brusco del gobierno y de los mayores bancos de inversión y holdings bancarios.

Hasta el momento, en respuesta a la amenaza de la falla masiva del sistema bancario, los principales cambios en Estados Unidos consistieron en incrementar los seguros usando los fondos gubernamentales para apuntalar Fannie Mae, Freddie Mac, Citigroup, AIG, y sobre otros treinta bancos; con la creación de vehículos especiales financiados principalmente por la Reserva Federal, para mejorar la liquidez en el corto plazo en los mercados financieros y para expandir las operaciones de la Reserva Federal.

Es importante considerar estas cuestiones al hablar del cambio de las instituciones y estructuras regulatorias del sector financiero. Esto no es algo que los economistas de libre mercado y los creadores de política económica hayan soñado. Los defectos sistémicos fueron evidenciados por el surgimiento de la crisis misma, debido a las fallas en la regulación y la valoración de los programas de riesgo. Así como el vuelo de manera inmediata del comercio del yen japonés y otros revés de flujos de capitales de corto plazo y por la incapacidad de Hungría, Ucrania e Islandia, para apuntalar sus sistemas financieros durante la crisis de crédito, acudiendo al rescate del FMI.

Dos desequilibrios fundamentales deben ser redireccionados en la economía global. El primer gran desequilibrio puede ser trazado por el comportamiento procíclico de las finanzas. Esa caída de los precios de la vivienda y el consiguiente fracaso de las obligaciones de deuda colateralizada y otros valores respaldados por hipotecas creó una crisis mundial. Esto no quiere decir que la amplificación de los ciclos económicos es mala, de hecho, es la existencia del crédito y las innovaciones financieras las que han dado un gran crecimiento potencial al PIB.

La solución a este problema, no es anular la innovación financiera, sino controlar la tasa de crecimiento de los precios de los activos, controlando el valor de los activos subyacentes. El origen del problema que causó la crisis hipotecaria *subprime* fue una falta

de supervisión en la calidad de las hipotecas de alto riesgo, después de que fueran empaquetados y vendidos como valores, dado que estas hipotecas se celebraron fuera de las hojas de balance de los bancos. Con el valor razonable de las inversiones en valores, la única figura realmente vista en los balances de los bancos, que fueron pasados por alto por los auditores del banco y el grado de riesgo de los activos de garantía de esos nuevos tipos de valores, no fue capturado por funcionarios de la SEC.

Tan rápido como el precio de las casas se deterioraba, el valor razonable de los nuevos valores respaldados por hipotecas también se deterioró, dejando a los inversionistas, los cuales incluyeron otras instituciones financieras en Estados Unidos y el extranjero, con pérdidas crecientes. El riesgo se ha agravado por la creciente homogeneidad de la conducta de los inversionistas y por la manifestación del riesgo sistémico en la macroeconomía, aspectos de la actual arquitectura financiera que hacen el ciclo de las finanzas particularmente amenazante, si se regula incorrectamente. Los inversionistas actuales tienen acceso a la información de manera tal, que siempre se han buscado los mismos objetivos a corto plazo y se opera a través de mercados no segmentados u homogeneizados. Eso incrementa el riesgo financiero en las firmas.

Lo que está vinculado al riesgo financiero de las firmas es el riesgo macroeconómico. La tasa de interés o las políticas del tipo de cambio pueden crear o prevenir la manifestación de riesgo sistémico. Las políticas de tasa de interés pueden propagar el riesgo cuando las tasas de interés surgen para enfrentar la escasez de crédito. Tasas de interés muy bajas pueden llevar a los mercados a la colocación financiera de riesgo de crédito más pobre. Presagio de una recesión local o internacional causando la salida de capitales a corto plazo que, si está denominada en moneda extranjera, puede causar devaluación de la moneda local.

Este es el daño del comercio de una moneda fuerte, que genera préstamos en moneda extranjera, principalmente en mercados emergentes donde las tasas de interés son más altas. Cuando las tasas de interés caen, hay salida de capital de los mercados nacionales. Esas características de una economía global, contribuyeron tanto a la crisis asiática como a la crisis actual. Las políticas de tasa de interés y de tipo de cambio pueden prevenir la propagación del riesgo sistémico al contrarrestar la dirección general de esos movimientos.

La implementación de regulaciones financieras macro y microeconómicas impedirían que la burbuja de los precios de los activos elimine acumulación de capital. De esta idea general, se derivan varias, entre las que se citan a continuación:

- Restringir los vehículos fuera del balance para aumentar la rendición de cuentas.
- Mejorar los estándares de evaluación y transparencia sobre los productos financieros estructurados.²⁰(Crotty y Eppstein 2008, Kregel 2008)
- Implementar algunas medidas contra cíclicas en los estándares de Basilea II, los cuales dan lugar a comportamiento de rebaño. Desde que los bancos usas el mismo modelo de riesgo que indica el más bajo nivel de riesgo durante una expansión y el mas alto nivel de riesgo en la contracción.
- Control de precios de los activos de burbujas. Compañías con precios de activos más grandes dado un límite, deberían ser auditadas.
- Una línea base de la ²¹prueba de stress deberían ser practicadas en todos los bancos de manera que los reguladores puedan monitorear el riesgo futuro donde sea necesario.
- Implementar controles macroeconómicos que incrementen los costos de la entrada de capital a corto plazo.

En segundo lugar, hay desequilibrios económicos causados por dependencia de las tres principales monedas más fuertes: el dólar, el euro y el yen.

El dominio de esas monedas en relación con el desarrollo de sus economías ha ayudado a propagar el contagio financiero. Lo más significativo es la inestabilidad del creciente déficit frente a sus socios comerciales debido a que la moneda de reserva global, es el dólar. Y otros países están dispuestos a exportar bienes a Estados Unidos, con tal de tener dólares.

²⁰Profesores de la Universidad de Massachusetts, Crotty y Epstein han estudiado la formación de una Nueva Arquitectura Financiera, el punto expuesto arriba se extrae de su artículo Crisis and Regulation, Avoiding Another Meltdown; Challenge, vol. 52, no. 1 Enero 2009.

²¹Una prueba de estrés tiene como objetivo, medir las variaciones del valor de una cartera en respuesta a las variaciones de los precios del mercado de los instrumentos que la componen. Se calcula con una reevaluación completa del portafolio tomando escenarios históricos o propuestos por el área de riesgo de mercado.

En una crisis como ésta, países como India o China que exportan bienes y servicios a Estados Unidos, han sufrido una fuerte caída en la producción y el empleo; de la misma manera, los países que han sido contagiados por este problema, han tenido retornos de inversión negativos. Un nuevo problema también ha sido creado al incrementar el poder del euro, con el nuevo colapso en la economía de Hungría, Ucrania e Islandia. La crisis financiera se propagó a Hungría, debido a la fuga de capital extranjero a corto plazo denominado en Euros, mientras la crisis de Ucrania surgió por la demanda de exportaciones primarias y acero, fue duramente golpeada por la desaceleración de la economía norteamericana. Los bancos de Islandia mostraron dificultades para financiar la deuda extranjera de corto plazo, sobre todo la norteamericana, entrando en crisis. La crisis rápidamente devastó esas economías en producción e inversión por la desaceleración de la actividad económica mundial.

Las inversiones para financiar a corto plazo se vieron afectadas por el declive del ²²*carry trade* del yen, la cual ha sido una faceta de la economía financiera global por años. Los prestatarios, particularmente los de fondos de inversión estaban contentos de conseguir capital denominado en yenes y los inversionistas japoneses se unieron a las más altas tasas de interés en otros mercados.

Ha habido propuestas de cambiar la actual moneda global, incluyendo una moneda de reserva global como lo ha planteado J. Stiglitz; no obstante, las connotaciones políticas impiden que prosperen. Sin embargo, debe hacerse algo para que los flujos de capital a corto plazo se frenen y Estados Unidos disminuya su déficit de cuenta corriente. Se han ofrecido varias justificaciones para el tipo de cambio flotante o compuesto en los países en desarrollo.

Los flujos de capital a corto plazo son peligrosos para las economías emergentes porque terminan en las devaluaciones de su moneda y en repentinas crisis de crédito. Se ha recomendado que los países emergentes adopten medidas de política fiscal anticíclicas para sus economías, creadas con los excedentes gubernamentales en periodos de expansión para proteger a la economía en caso de crisis.

²²En los mercados financieros internacionales es común usufructuar los diferenciales de tasas de interés que surgen entre distintas monedas para la obtención de rendimientos mayores. El arbitraje o *Carry Trade* consiste en la compra de una divisa (*long position*) con alto rendimiento y la venta de otra (*short position*) que proporciona un menor rendimiento. La sobrecompensación que recibe el inversionista al incurrir en varios riesgos es alta. Destacando el riesgo por sobrevaluación de la moneda, que proporciona el mayor rendimiento (*long position*).

La nueva arquitectura financiera debe considerar dos problemas fundamentales antes de establecer sus lineamientos para su conformación. El primero es la cuestión de la estrategia de rescate. Cuando las finanzas fallan, los contribuyentes terminan pagando esas fallas. Para ello se plantea que las grandes firmas financieras, deben de crear un fondo y realizar aportaciones para un rescate en caso de crisis. Otro aspecto a considerar es el futuro del Fondo Monetario Internacional, creado en Bretton Woods en 1944 y cuyo fin era abordar las cuestiones macroeconómicas de los países en crisis, tales como los desequilibrios en cuentas de capital. En la actualidad, la función del FMI es ser prestamista de última instancia, cumpliendo el rol de un banco central internacional. Un problema más, aunque no menos importante, son los valores que ya están en los libros de los bancos, quienes no se han adoptado bien ante la reducción del tamaño de los activos y han requerido inyecciones de capital por parte de la Reserva Federal. Aunque la Fed intentó en un inicio reembolsar los activos tóxicos con un plan inicial de rescate de 700 billones de dólares, fue abandonado posteriormente dado los alcances de los problemas financieros.

La regulación del sector financiero es un punto esencial para la creación de una nueva arquitectura financiera, pero solo es una pieza. Para unir futuras piezas, se debe considerar una sólida supervisión, regulación y, el marco político debe ser creado en una atmósfera de cooperación global.

Sintetizando lo anterior, para superar la actual crisis y las futuras, la Arquitectura Financiera Global debe ser cambiada y se ha propuesto una nueva estructura de Arquitectura Financiera diferente a Bretton Woods. Vinculados hacia una regulación más estricta con el único y fundamental propósito de prevenir una futura crisis, entro otros enfoques, lo que en realidad se cuestiona es lo siguiente:

1. ¿La moneda de reserva global debería ser (continuar siendo) el dólar? ¿Una canasta de monedas? ¿Una moneda de reserva global?
2. Cómo tratar con vehículos financieros, cuyas restricciones deberían estar fuera de las hojas de balance.
3. El rol del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, ¿debería ser un prestamista de última instancia? ¿Puede ser reformado para reflejar mejor la composición de sus países miembros? ¿Cómo puede mejorar sus políticas con inestabilidad financiera global?

4. ¿Cómo negociar con los activos tóxicos en los libros de los bancos?
5. ¿Cómo reducir la magnitud de impacto de las expansiones o contracciones económicas, como controlar los flujos de capital de corto plazo, tales como el *carry trade*? ¿Cómo evitar la creación de una burbuja de precios los activos durante una expansión?

Estas cuestiones son abordadas en este capítulo, con el propósito de ser la antesala de un análisis local de la economía mexicana, estableciendo las condiciones para formular escenarios posibles y probables en el corto plazo.

2.1 PROCESO DE CONFORMACIÓN DE UN NUEVO SISTEMA FINANCIERO GLOBAL

El 6 de noviembre de 2008, Kevin Warsh miembro de la junta de gobierno de la Reserva Federal, estableció un parteaguas en la conformación de una nueva arquitectura financiera posterior a la crisis suscitada en su país en 2007. Su discurso, hecho en la Universidad de Nueva York, pronunció lineamientos para ello. La naturaleza de la turbulencia financiera del mercado financiero, es tal que, si bien es cierto que el mercado hipotecario fue la raíz de la actual turbulencia, el origen más preciso fue la incertidumbre de la debilidad del mercado hipotecario, lo que deterioró las hojas de balance de las instituciones financieras. Esta situación aceleró el proceso de desapalancamiento y las condiciones de contracción crediticia para los negocios y para los inversionistas.

Cuando la falta de liquidez se empezó a presentar en agosto de 2007, el sector de la vivienda sufrió bastante, sin embargo con las expectativas de que los precios de las viviendas siempre se incrementarían, el sector manifestó que cierta clase de activos eran muy vulnerables. Aquellos dueños que habían comprado propiedades entre 2005 y 2007 y muchos bancos y otras firmas financieras que extendieron el crédito hipotecario o compraron valores relacionados, han visto una abrupta caída del valor de sus activos. Siguiendo el mismo patrón de medidas anticíclicas, los responsables de hacer política económica deben de retomar los planteamientos de conformación de una arquitectura financiera, estableciendo candados para el control del sector e incorporando las medidas de Basilea III. Si los retos de la economía fueran predominantes acerca del valor de las viviendas, el enfoque sería mucho más estrecho que el establecimiento de una nueva arquitectura financiera; así que el diagnóstico, más allá de la debilidad de la vivienda, es consistente con los imprevistos niveles de volatilidad y la dramática depresión de los mercados financieros y económicos.

En el corto plazo, los mercados de crédito han estado susceptibles a los vencimientos existentes que revelan la infravaloración sistemática del crédito, de la liquidez, de las contrapartes e incluso, del riesgo soberano; los cuales demandan la reasignación y recalificación. El alcance de la asignación de tales riesgos, están siendo incorporados dentro de los precios virtuales de los activos; en algunos casos, los riesgos no parecen ser confiables a la hora de estimarlos y el comercio ha visto deteriorado su valor. La velocidad y el éxito de una nueva arquitectura financiera, es más congruente con el crecimiento económico y no con el diseño y la implementación de las bien intencionadas y aisladas políticas hipotecarias. El establecimiento de una nueva arquitectura financiera es la política esencial responsable de las transformaciones económicas de nuestra época.

La transformación de las instituciones financieras debe ser de las principales variables que afectarían el camino de la economía real, pero el paradigma del cambio de la intermediación financiera está ocurriendo de manera más pronunciada. Los bancos de inversión más grandes escogen un camino diferente, aunque las más grandes compañías no bancarias no dudan en revisar su situación regulatoria. Los *hedge funds* (fondos de cobertura) han estado implementado programas de asignación de activos bien diversificados, los cuales están luchando por sobrevivir; recordando a sus inversionistas que los retornos alfa, por definición, no pueden ser universalmente conseguidos. Los bancos centrales han estado supervisando el origen y destino de grandes cantidades de dinero, aunque la banca tradicional está siendo adaptada a una dinámica competencia con respecto a las oportunidades de depósitos y préstamos.

La intermediación crediticia está cambiando con modelos de financiamiento altamente estresados. La dependencia de la intermediación bancaria y el endeudamiento a corto plazo eleva el detrimento de las instituciones financieras y el bienestar de la sociedad. Algunos de los productos financieros más rentables, irónicamente, están sufriendo la disminución de su valor más grande. Vendiendo volatilidad, esas prácticas y productos están generando una importante fuente de pérdidas que amenazan con deteriorar los activos, una vez que la oferta exceda a la demanda.

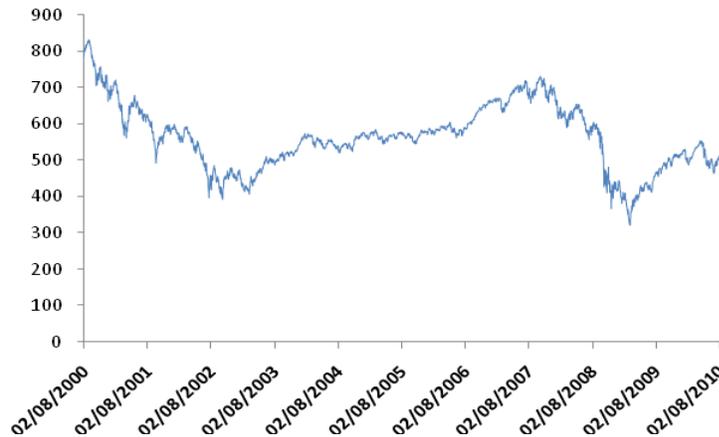
Hay una cuestión por la que la nueva arquitectura financiera se fundamenta, la estabilidad financiera; a fin de evitar situaciones en las que el estrés en los mercados y en las instituciones, sea suficientemente severo que la intermediación entre prestatarios y ahorradores se vea amenazada. La estabilidad financiera no debería ser confundida con la

ausencia de volatilidad. Un sistema financiero estable y de buen desempeño debe de recompensar la buena administración de riesgos y castigar la imprudencia, de manera severa. Las circunstancias de la inestabilidad financiera que han surgido, fueron mitigadas con acciones para disminuir los riesgos de la economía real. La respuesta de la Fed, fue introducir facilidades de préstamo diseñadas para soportar liquidez en los mercados de financiamiento a corto plazo. Una acción relevante del tesoro de Estados Unidos fue inyectar liquidez de manera directa a los bancos con el fin de poner en marcha el proceso de intermediación de crédito, con varias garantías gubernamentales.

La arquitectura financiera, en su sentido más amplio, sigue el proceso de cambio sustancial de manera inevitable, por lo que la confianza en los mercados y en las instituciones no puede ser demandada o forzada por mandato. Siendo éste el marco de referencia para las decisiones de políticas económicas, las acciones resultantes corren el riesgo de contribuir, en lugar de reducir a la volatilidad del mercado. Las acciones en busca de estabilidad financiera no deben de interferir con el establecimiento de una sólida y nueva arquitectura financiera.

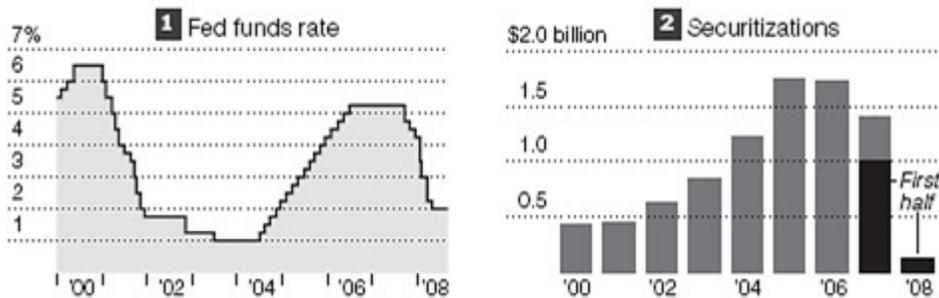
No obstante, es fundamental aceptar que el Estado no debería ser pasivo durante épocas de turbulencia financiera, todo lo contrario. En este sentido, los hacedores de política y los participantes del mercado, pueden contribuir al desarrollo de una reformada y robusta arquitectura financiera. A partir de la explosión de la burbuja financiera, la primera variable fue la caída de las tasas de interés. Dadas las secuelas de la burbuja tecnológica en 2001, la Reserva Federal bajó su tasa de interés de 6.5 a 1 % en dos años, la alta demanda extranjera de los valores americanos empujaron a la baja las tasas de interés de largo plazo. Al mismo tiempo, Wall Street bursatilizaba mas hipotecas y otro tipo de deudas del consumidor en inversiones como *hedge funds* y bancos centrales extranjeros. Los banqueros afirman que esos instrumentos ayudarían a reducir y distribuir el riesgo.

Motivados por las bajas tasas de interés y la bursatilización, los bancos y las compañías de hipotecas tomaron posiciones de más riesgo, al apalancar el crédito hipotecario con garantías mínimas o nulas y por no poner un techo de tales condiciones financieras. El apalancamiento, el incremento de moratoria, la crisis de crédito y los problemas en espiral de la crisis, son factores sobre los que se debe apuntalar los lineamientos de un sistema financiero sólido.

FIGURA 2.1 S&P 500 FINANTIAL SECTOR INDEX

FUENTE: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

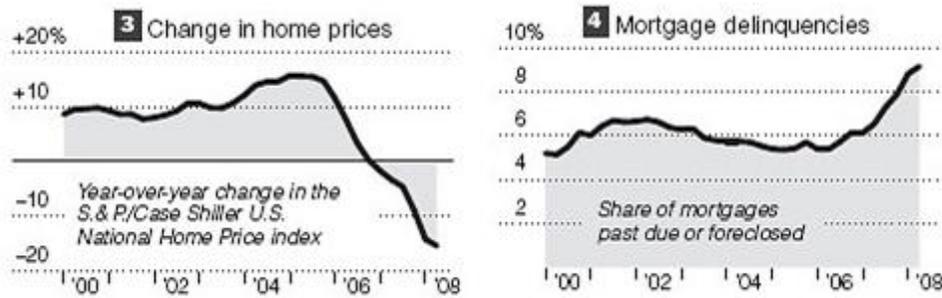
El gráfico anterior muestra la evolución del índice S&P 500 Sector Index desde el año 2000 a la fecha, con el cual identificamos rápidamente que en 2009, donde la crisis tuvo su máxima depresión, este índice cayó a niveles de la crisis punto com en 2002. En diez años, han desaparecido las ganancias de las inversiones que pudieron generarse. A pesar de que en 2010, el índice ha presentado signos de recuperación.

FIGURA 2.2 FED FUNDS RATE AND SECURITIZATIONS

FUENTE: Bloomberg.

En contraste con otros indicadores, la tasa objetivo de la reserva federal ha ido a la baja como medida contracíclica de la crisis, en un periodo de tiempo menor a un año. Con ello, la Fed buscó mantener bajo control el flujo de crédito que ya presentaba señales de debilitamiento y contracción. En la misma línea, los seguros decrecieron de manera considerable, contrayendo su crecimiento a prácticamente cero en los momentos de la crisis. Por lo tanto, el cambio en el nivel de precios de las hipotecas, fue de positivo a negativo, cayendo aún más para los meses recientes.

FIGURA 2.3 HOME PRICES AND MORTGAGE



FUENTE: Bloomberg.

Por otro lado, la morosidad pasó del 5 al 8% en solo un año, ello no se explica sin saber la causa de la *securitization*, objeto de 7 fricciones distintas. La primera fue entre los aseguradores y los dueños de las casas. El segundo, resultó entre el dueño y el arrendador; posteriormente, fue entre los arrendadores y las terceras partes; luego, la fricción se dio entre el hipotecario y el servidor de los seguros; después, este último con las terceras partes; en un plano superior, se dio entre el manejador de fondos y el inversionista y, finalmente; este último, con las agencias de crédito.

FIGURA 2.4 APALANCAMIENTO FINANCIERO EN 2006

año 2006	prestamista	volumen en billones de USD	%
1	HSBC	52.8	8.8
2	New Century Fianacial	51.6	8.6
3	Countrywide	40.6	6.8
4	CitiGroup	38.0	6.3
5	WMC Mortgage	33.2	5.5
6	Fremont	32.3	5.4
7	Ameriquest Mortgage	29.5	4.9
8	Option One	28.8	4.8
9	Well Fargo	27.9	4.6
10	First Franklin	27.7	4.6
	Primeras 25	543.2	90.5
	Total (25)	600	100

FUENTE: Bloomberg.

En 2006, las instituciones que iniciaban a apalancarse con un margen elevado sobreexponiéndose a una crisis de crédito, se listan en la figura 2.4, que en su conjunto sumaban más de la mitad del apalancamiento sobre las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Sobre todos estos problemas, varias agencias han tomado iniciativas para

replantear las reglas de funcionamiento del sistema financiero mundial. Coincidiendo en generalidades que a continuación se detallan.

- **Reforma de la regulación intervencionista:** incrementar la coordinación global regulatoria y restringir el crecimiento de los prospectos que involucren instituciones financieras.
- **Regresar a lo básico en los bancos:** los bancos de toda clase, deben de reparar sus hojas de balance a través de una mayor liquidez y reservas de capital, al mismo tiempo de reducir su dependencia de financiamiento al por mayor, en el corto plazo.
- **Reestructurando las alternativas:** las pérdidas recientes de los *hedge funds* han cuestionado la durabilidad del retorno absoluto de los productos, mientras que los *equities* privados tienen que recomponer su cartera de apalancamiento y conseguir nuevos recursos, con el fin de aprovechar nuevas oportunidades de inversión. Mientras tanto, nuevos inversionistas están fijando su atención en estrategias sobre índices de bajo costo y activos de clase "nueva beta". Como resultado, el capital no está restringido, con lo que las ganancias de capital están a la mano.
- **Escenarios de largo plazo:** durante la reunión del foro económico mundial en 2008, tanto ejecutivos financieros y reguladores, como hacedores de políticas y académicos, desarrollaron perspectivas de largo plazo basados en una arquitectura financiera actualizada. Envolviendo temas primordiales, tales como la evolución de la energía y el precio de materias primas, el crecimiento económico mundial, las políticas fiscales, los regímenes de comercio; así como el cambio climático, las políticas de tasas de interés, demografía y la distribución mundial de la riqueza.
- **Regionalismo financiero:** alinear estrategias de este tipo resulta fundamental, las empresas globales construyen estrategias tripartitas para operar globalmente.
- **Fragmentación del proteccionismo:** la crisis profundizó el conflicto en cuanto al control de monedas y una cartera hacia el fondo dinámico, que solo sirve para profundizar los efectos de largo plazo de la reforma financiera.

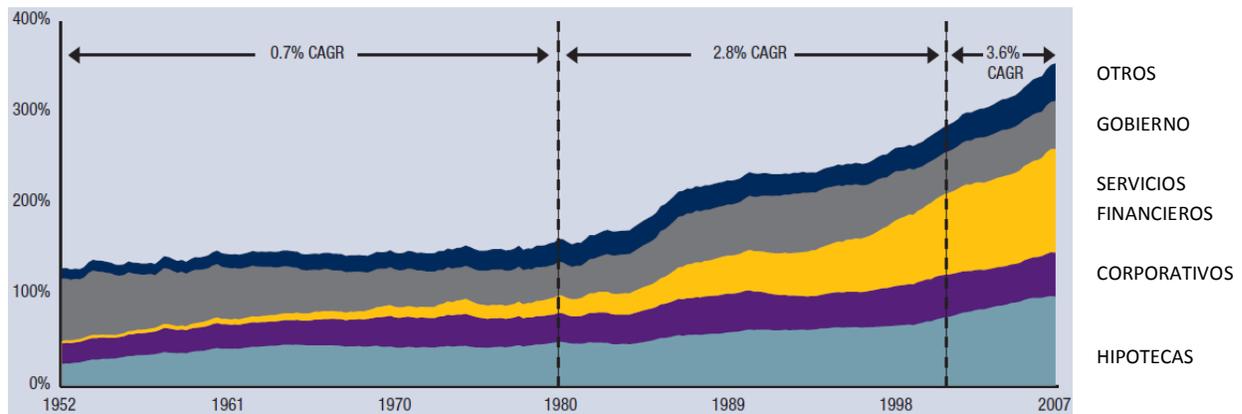
El foro económico mundial inicia la construcción de nuevas reglas que permitan el crecimiento a largo plazo, la estabilidad y la prosperidad tanto de la economía financiera

como de la economía real. En los años recientes, el crecimiento se ha sostenido con el crédito, el apalancamiento y la desregulación. Durante los últimos 20 años de crecimiento económico, la economía global entró en un periodo caracterizado por la degradación de las políticas de estabilidad macroeconómica. En los países de la OCDE, la volatilidad en el crecimiento del producto interno bruto, la inflación y el desempleo declinaron considerablemente. Los periodos de recesión, empezaron a ser más cortos y menos dañinos.

En la actualidad, el peso promedio del cupón sobre los paquetes de valores se basa en la tasa Libor, más 23 puntos base. Si por ejemplo, la tasa Libor está en 5.32%, implica que el interés será de 5.55%; sin embargo los negociadores mantuvieron un exceso sobre este margen, lo que llevó a un nivel de *securitization* elevada, generando valores basura de hipotecas.

Dentro de las causas de este boom prolongado, se encuentra la dramática expansión de la deuda relativa del PIB de Estados Unidos, tal y como se muestra en la siguiente figura. El crecimiento del mercado crediticio total pasó de 160% del PIB en 1980 hasta 350% en 2008, este crecimiento se debe a dos segmentos: el sector hipotecario y el sector de servicios financieros. Relativo al tamaño de la economía de Estados Unidos, los préstamos hipotecarios se duplicaron aproximadamente de 45% del PIB en 1984 hasta 97% en 2008; el sector financiero es más sorprendente, la deuda de este sector aumentó considerablemente en este periodo, pasando del 19 al 115% de 1984 a 2008.

FIGURA 2.5 DEUDA DE ESTADOS UNIDOS COMO PORCENTAJE



Donde CAGR: (Compound Annual Growth Rate).
 FUENTE: Tomado de "The Future of the Global Financial System", publicado por el World Economic Forum, 2008.

Este crecimiento en préstamos, coincide con la aguda declinación en la tasa de interés nominal, que empezó a principios de 1980; aunque las tasas se mantuvieron propensas a fluctuar, la curva de rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos cayó de un tope de 16% a principios de 1980, hasta un 4% al último periodo de 2008. La más reciente, surge en el crecimiento de los servicios financieros, que iniciaron con el recorte de las tasas a principios de 2001, durante este periodo, la tasa efectiva de los fondos federales cayó al 1% a inicios de 2003 y se mantuvo hasta mediados de 2004.

A pesar de un alza en las tasas de interés de la Reserva Federal, las ²³tasas *forward* se mantuvieron relativamente bajas, reflejando expectativas en los inversionistas para continuar en un ambiente de tasas bajas. Como resultado, los indicadores del riesgo financiero, tales como el diferencial (*spread*) entre tasas a tres meses de los bonos del tesoro y de la tasa Libor, declinó dramáticamente. Las principales estrategias de los bancos globales fue soportar la creencia del libre mercado, pequeños gobiernos y autorregulación. Al mismo tiempo, la globalización de los mercados financieros y el crecimiento de las economías emergentes, sutilmente desplazó el prevaeciente orden macroeconómico; precipitando una mayor reestructuración de las inversiones financieras globales.

Una vez que la crisis fue aceptada a mediados de 2008, la mayoría de los ministros de finanzas, del tesoro y de bancos centrales respondieron fuertemente. Esas acciones implicaron un nuevo contrato entre los países y sus respectivos sectores de servicios financieros. En donde los gobiernos asumieron parte del riesgo de sus sectores bancarios, en contraste con el incremento de los niveles de regulación y supervisión financiera.

La Reserva Federal intervino con el fin de recapitalizar el sistema de banca nacional e inyectar liquidez al sistema, los bancos centrales han lanzado diversos programas para transferir el apalancamiento y el riesgo financiero de sus hojas de balance. Las señales de una desaceleración en la globalización económica, se evidenciaron a través de los flujos de capital transfronterizos y el volumen de transacción. El flujo de capital privado a las economías emergentes bajó a los niveles de 2005, después de que en 2007 alcanzaron 898 billones de dólares; mientras que el flujo global

²³Las tasas *Forward* son los valores a plazo que tienen actualmente las tasas spot. De la curva de rendimientos de los bonos a distintos plazos, se usa la tasa spot, para determinar la tasa de forward y calcular el rendimiento de un instrumento financiero.

fue de 7.2% en 2007 y en 2009 regresó a 2.1%, el más bajo crecimiento desde 2001. De 2009 a 2012, las tendencias dominantes en el sistema financiero global, es continuar con el apalancamiento, una mayor intervención gubernamental y un debilitamiento de la actividad económica transfronteriza.

2.2 ENFOQUES ECONÓMICOS DESPUÉS DE LA CRISIS

El enfoque regulatorio implica una arquitectura financiera regulada para un país en específico, regular la conducta del mercado debería ser una conducta diaria; muy diferente en la práctica, a la supervisión prudencial y de riesgo sistémico. Dentro de este esquema se erigen tres enfoques: lo que se ha aprendido, las lecciones y lo que ello implica, presentado a continuación:

1. EL OBJETIVO DE LA ESTABILIDAD FINANCIERA Y LA ASIGNACIÓN DE INSTRUMENTOS REGULATORIOS

- I. Lo que se ha pensado: una confianza sobre política monetaria y un enfoque de desregulación pro mercado, habían conducido a una estabilidad económica en fluctuaciones de crecimiento e inflación. La regulación de valores debe enfocarse sobre la integridad y eficiencia del mercado.
- II. Lo que se ha aprendido de esta crisis: el aparente éxito de la política y la regulación en la estabilidad económica fue una ilusión. La estabilidad financiera resultó de las pobres políticas regulatorias y macroeconómicas implementadas y el excesivo nivel de riesgo tomado.
- III. Lo que implica para el futuro: primero se debe definir la estabilidad financiera, pero también se necesita acotar el clima de la estabilidad financiera siendo un objetivo con costo razonable. Algunas herramientas de política regulatoria deben ser usadas para propósitos de política macroeconómica y se debe determinar qué instrumentos son asignados a qué segmentos, entre política monetaria, fiscal y regulación financiera.

2. LAS SUPOSICIONES DEL MARCO CONCEPTUAL Y OPERACIONAL PARA LA REGULACIÓN DE INSTRUMENTOS

- I. Lo que se ha pensado: una iniciativa de desregulación promercado fue asumida entre los reguladores, tales como la información asimétrica y los problemas por conflicto de intereses. Los responsables del gobierno corporativo y ejecutivos de

fondos, debían minimizar el riesgo y apegarse a los estándares. La innovación en productos y mercados habría sido bienvenida para completar el espectro de riesgo y facilitar su transferencia.

- II. Lo que se ha aprendido de esta crisis: la fallida regulación demostró la inadecuada disciplina al tomar riesgo y prevenir conflictos de intereses; por lo que el riesgo no fue apropiadamente asignado. El mercado de *equities* no se desplomó una vez que los inversionistas entendieron que podrían experimentar pérdidas de capital.
- III. Lo que implica para el futuro: mejor evaluación del riesgo sistémico y mejor concepción de estabilidad financiera. Resurgimiento de estándares para instrumentos de riesgo, mientras que todas las actividades bancarias deben ser reguladas.

3. LA ARQUITECTURA Y COORDINACIÓN REGULATORIA

- I. Lo que se ha aprendido de esta crisis: la regulación de la conducta del mercado es una actividad diaria, muy diferente de la prudente práctica y el monitoreo del riesgo sistémico; cuando se combinan esas funciones, hay una tendencia en la conducta del mercado ante una distracción por la supervisión y la persuasión de la estabilidad financiera.
- II. Lo que implica para el futuro: para evitar evasión y promover la competitividad, es mejor tener un solo regulador de mercado que varios en una economía. Lo que sea que el enfoque regulatorio y la nueva arquitectura adopte, la cooperación y coordinación entre las agencias, es esencial.

4. LAS HIPOTECAS Y SU RELACIÓN CON LA RIQUEZA DE ESTE SECTOR

- I. Lo que se ha pensado: los reguladores financieros deben enfocarse únicamente en lo que hay dentro de sus fronteras legales y no deben considerar que las hipotecas y su financiamiento, contribuyen a las hojas de balance de los inversionistas hipotecarios y de *retail* (de menudeo) a una mayor intermediación del crédito y de su bursatilización.
- II. Lo que se ha aprendido de esta crisis: los compradores de hipotecas, prestatarios, ejecutivos e inversionistas, tomaron un excesivo riesgo creando una burbuja de precios, reflejando fallas en la coordinación de la política económica y la disciplina

del mercado; lo que implica para el futuro, mayor regulación enfocada al mercado hipotecario.

5. BÚSQUEDA POR REGULADORES DE VALORES

- I. Lo que se ha pensado: la confianza en los mercados requieren de una mínima búsqueda en los modelos de negocio del mercado de valores; así como las interrelaciones entre mercados, créditos y macroeconomía; agencias de finanzas, banco central y reguladores.
- II. Lo que se ha aprendido: la crisis mostró una información considerable del déficit, así como la falta de entendimiento de las economías en el mercado de valores y las interconexiones con los sectores financieros más amplios y la economía.
- III. Lo que implica para el futuro: tanto global como localmente, las agencias reguladoras necesitan construir capacidades en riesgo financiero, análisis e investigación económica para ser capaces de identificar y evaluar riesgos en la estabilidad financiera. Participar con otras agencias para implementar medidas de política regulatoria y asesorar en la implementación de medidas regulatorias contra cíclicas y anticíclicas.

En la nueva regulación, se deben considerar los siguientes aspectos:

- La divulgación supera la información asimétrica y resuelve los conflictos de interés.
- El gobierno corporativo bien diseñado y administrado, impone disciplina efectiva en la toma de riesgos.
- La interconexión entre mercados e innovaciones financieras generalmente, generan bienestar.

Bajo estas premisas, la política macroeconómica ²⁴(Blanchard 2010) fue implementada a través de un simple instrumento, la tasa de interés de corto plazo, con el objetivo de mantener un objetivo de inflación bajo. Los propósitos de la política macroeconómica no fueron valorados, salvo en los países emergentes, ya que en las economías avanzadas las implicaciones sistémicas y macroeconómicas fueron ignoradas, mientras que en los mercados emergentes donde las reglas, tales como la exposición de divisas, fueron diseñadas con enfoque de estabilidad macroeconómica.

²⁴Olivier Blanchard es economista en jefe del FMI y publicó estos lineamientos en el artículo, Rethinking Macroeconomy Policy en Febrero de 2010, publicado por el mismo organismo.

2.3 TENDENCIAS Y EXPECTATIVAS FINANCIERAS

Después de la experiencia mundial por la pérdida de crédito cercano a un trillón de dólares a finales de 2008, la estructura financiera mundial está basada en las competencias individuales, mientras unos bancos regionales parecen estar expandiendo su huella global al adquirir las operaciones de bancos extranjeros, los que habían aspirado a ser bancos globales, se han remitido a sus franquicias locales como consecuencia de la crisis que los han regresado a sus competencias principales. En el corto plazo, se espera que los bancos lleguen a valorar sus actuales ventajas competitivas para diseñar estrategias. Al menos cinco negocios dominantes son probables que emerjan más que el promedio, caracterizados por:

Escala global: formarán parte probablemente de una pequeña clase como proveedores de liquidez global. Utilizan su liquidez, la fortaleza de su hoja de balance y su infraestructura financiera para llegar a ser los mayores proveedores de liquidez a través del mercado y de sus clases de activos. Por ejemplo, asesorías y agencias.

Enfoque regional: serán las franquicias regionales que, al reducir dramáticamente sus compromisos de capital y hojas de balance, recogerán negocios donde se percaten de una ventaja. Creando sinergias para dominar sectores de mediana capacidad. Incluirán operaciones secundarias para financiar su asesoramiento y su presencia mundial, sin embargo como especialista regional, serán capaces de encadenar operaciones donde tendrán como ventaja, la información.

Bancos privados: serán del sector minorista, pequeños negocios y franquicias de clientes altamente potenciales; a escala global, se enfocarán en los depósitos de fondos; pero a escala regional, buscarán sinergias para hacer negocios con los productos de otros bancos, mantendrán presencia en algunos negocios secundarios para facilitar las transacciones de sus clientes. **Bancos minoristas:** surgirán ganando cuota como instituciones enfocadas al comercio doméstico y a escala global, serán clientes de grandes corporativos.

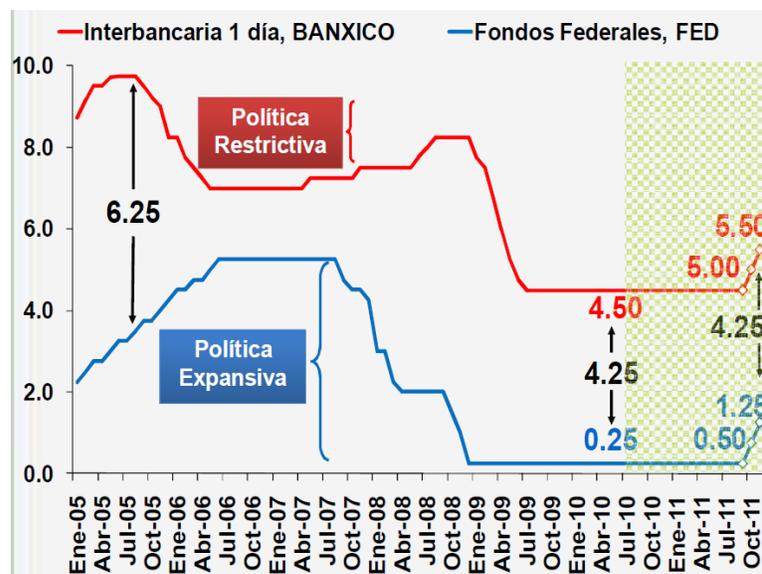
Tomadores de riesgo alfa: tales como firmas de *hedge funds* (fondos de cobertura) y de capital privado, que actuarán como formadores de mercado con instrumentos sobre los cuales ampliarán oportunidades de ganancia. Los *hedge funds* se moverán sobre ingresos indizados, créditos y finanzas corporativas. Los fondos de capital privado, con

historial de establecer intereses y generar socios, serán los mejores posicionados para atraer capital fresco o invertir en mercados sin liquidez.

De acuerdo a la figura 2.7, a partir de la crisis hipotecaria, la Reserva Federal, ha tomado una política monetaria expansiva con un descenso marcado de la tasa de interés. Siguiendo un panorama de recuperación lenta, incluso más de lo previsto; mejora en el mercado laboral, gasto de consumo e inversión. El sector vivienda sigue estando en nivel de contracción, mientras que el crédito bancario sigue flojo. El nivel de precios no es motivo de preocupación y, de hecho, las expectativas de largo plazo sugieren que la inflación se mantendrá contenida durante varios meses más. Este es un elemento crucial que permite a la Fed, mantener su tasa de fondos federales en niveles bajos durante varios meses más. México le ha seguido de manera tardía, aunque hasta antes de la crisis había iniciado una política restrictiva.

En 2009, Australia y Noruega empezaron a incrementar su tasa de referencia y, con ello, se convirtieron en los primeros países en retirar los estímulos monetarios que llevaron las tasas de interés a niveles mínimos históricos. Canadá fue igualmente un caso especial, pues realizó dos incrementos en su tasa de interés. El primero lo realizó en junio y el segundo el 20 de julio en 2010, con lo que la tasa de referencia se ubica en 0.75%. De esta forma, Canadá y Australia toman el liderazgo de los países avanzados en retirar los estímulos monetarios establecidos para enfrentar la crisis de 2008 y 2009.

FIGURA 2.6 TASAS DE REFERENCIA



FUENTE: IXE Economía, Agosto 10, 2010 <http://www.ixe.com.mx/storage/PMA_10EU.pdf>.

El argumento del banco central de Canadá para realizar cambios en su tasa de interés, fue que la actividad económica del país se ha desarrollado de acuerdo a lo esperado, gracias a un mayor gasto de los consumidores y del gobierno; además de que se observa ya una recuperación en la mayoría de los sectores de la economía. Así, el aumento en tasas, representa una medida prudencial para evitar el surgimiento de presiones inflacionarias.

En lo que respecta al grupo de países emergentes, India tomó la delantera al incrementar su tasa de referencia en el mes de marzo y desde entonces lo ha hecho en cuatro ocasiones consecutivas a lo largo del primer semestre de 2010. La última de ellas, el 27 de julio, aumentó la tasa de referencia de 5.5 a 5.75%, al tiempo que ajustó al alza sus proyecciones de crecimiento económico y de inflación para 2010, el primero lo modificó de 8.0 a 8.5% y la segunda, de 5.5 a 6.0%.

Por su parte, Brasil fue el primer país latinoamericano en comenzar a retirar los estímulos monetarios en la primera parte de 2010. El banco central de Brasil incrementó la tasa de referencia y pasó de 10.25 a 10.75%.

Además, el banco central de la reserva de Perú se unió a esta dinámica, incrementando en julio la tasa de referencia por tercera ocasión de 1.75 a 2.0%. Finalmente, el banco de Israel elevó la su tasa de referencia en 25 puntos base para ubicarla en 1.75% ante la mayor actividad económica y el incremento de las expectativas de inflación que la ubican en el límite superior del objetivo del Banco Central, todo lo anterior durante 2010.

En ese mismo año, la economía mexicana creció 4.5% en el primer trimestre, y 7.6% para el segundo, debido a que el Índice Global de la Actividad Económica (IGAE) aumentó 7.4 y 8.9% en abril y mayo de ese año respectivamente. De acuerdo con el FMI, la economía de nuestro país aumentaría 4.2% en 2010 después de la caída de 6.1% registrada en 2009. El crecimiento real fue de 5.4% en 2010, impulsada por el extraordinario desempeño de las exportaciones, principalmente las automotrices que de enero a mayo, aumentaron 7.6% respecto al mismo periodo de 2009.

Después de los incentivos y la política monetaria adoptada por la Fed, así como por los estímulos económicos a través de la inyección de liquidez al mercado, la recuperación económica en Estados Unidos ha mostrado signos de confianza, como se muestra en la siguiente figura, y ha arrastrado al comportamiento del PIB nacional

después de su abrupta caída en 2009. La correlación mostrada en los últimos cinco años, confirma el grado de dependencia económica y la fragilidad financiera de nuestro país respecto al de Estados Unidos. Con la nueva inyección de liquidez de 600 mil millones de dólares, la Fed busca revitalizar el aparato productivo y abrir las puertas del crédito para mantener el paso positivo de recuperación.

FIGURA 2.7 VARIACIÓN TRIMESTRAL DEL PIB, 2005-2010



FUENTE: Elaboración propia con datos del CEPF (Centro de Estudios de Finanzas Públicas).

Por su parte, a México le son convenientes estas medidas adoptadas, viendo signos positivos en las exportaciones hacia Estados Unidos. Los instrumentos para reactivar la actividad económica nacional se han dado por la adopción de una política monetaria restrictiva respecto de la tasa de la Fed, para atraer inversiones de capital extranjero a México, generando confianza por una inflación controlada que se ha mantenido en descenso, llegando a la zona de inflación objetivo.

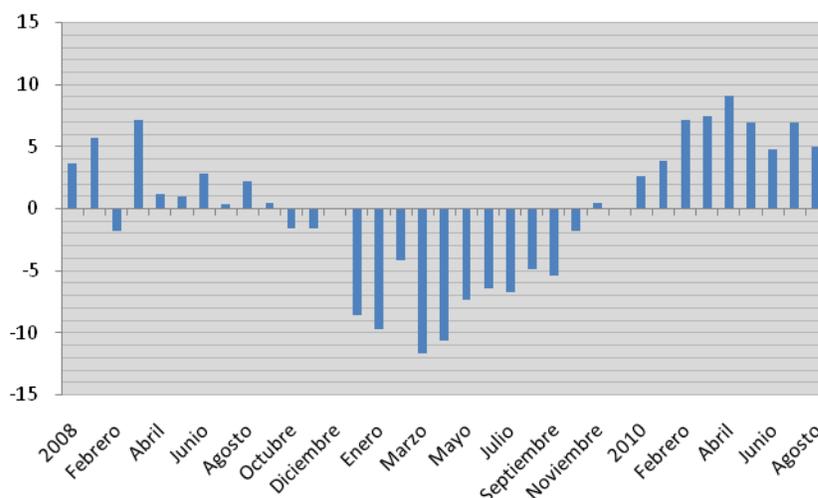
Con medidas para mantener la paridad cambiaria al incrementar la subasta de dólares por parte de la autoridad monetaria, medidas de gasto público, entre otras importantes como el crédito que mantuvo la Banca de Desarrollo; permitieron mitigar y absorber de manera suave el impacto de la desaceleración económica mundial.

La actividad económica, muestra signos de confianza después de que durante todo el 2009 se mantuvo en terreno negativo. Las actividades primarias crecieron a una tasa de 5.3% anual, destacando los incrementos en los cultivos de maíz, trigo, cebada y

aguacate, entre otros. La ganadería también aumentó. Las actividades secundarias (minería; electricidad, agua y gas; construcción y manufacturas) crecieron 8.1% en términos reales, gracias a un sólido repunte en los subsectores de equipo de transporte, servicios relacionados con la minería, maquinaria y equipo, industria alimentaria, entre otros. Finalmente, las actividades terciarias registraron un crecimiento anual de 6.4% ante las variaciones mostradas en el comercio y autotransporte de carga, principalmente.

El crecimiento del IGAE sorprendió al alza a finales de 2010; sin embargo, el IGAE incorpora información preliminar de distintas actividades económicas como las agropecuarias, industriales, comerciales y algunas de servicios; por lo que debe considerarse como un indicador de tendencia o dirección de la economía mexicana en el corto plazo, tal y como se muestra en la siguiente figura. En ningún momento debe interpretarse como un indicador adelantado de la magnitud del crecimiento de la economía.

FIGURA 2.8 INDICADOR GLOBAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DE MÉXICO, 2008-2010



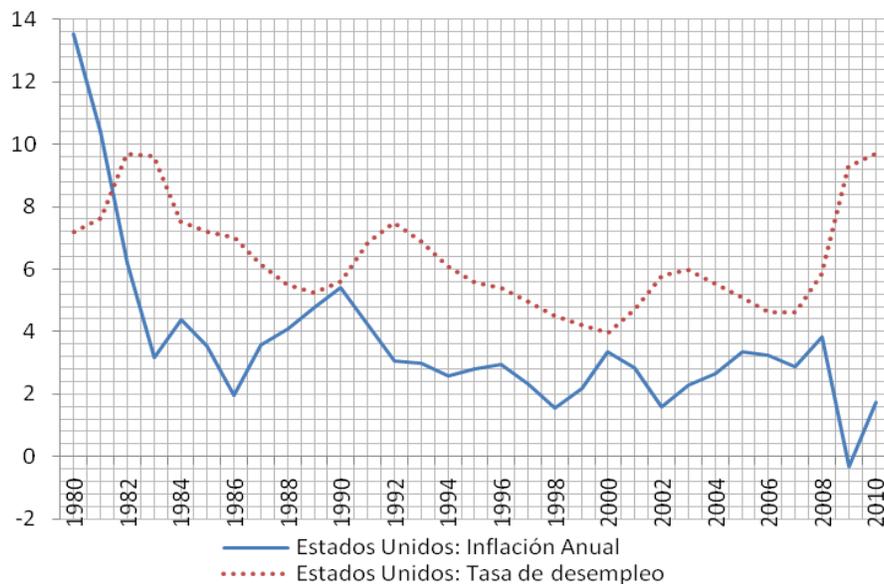
FUENTE: Elaboración propia con datos del INEGI.

Para el caso de Estados Unidos es importante destacar dos variables importantes relacionadas entre sí, el índice de precios al consumidor y la tasa de desempleo. Después de la quiebra masiva de los bancos norteamericanos y la restricción del crédito, el índice de precios tuvo una importante caída dando muestras de tendencia hacia una deflación. Por otro lado, los residentes clasificados como *ninjas* (no income, no job, no asset) incrementaron el índice de desempleo a niveles cercanos a dos dígitos. Eso se explica por las medidas de las autoridades financieras para mantener el consumo a través del

descenso de precios, aún para las personas sin ingresos, haciendo un cuidadoso manejo del crédito a través de la liquidez inyectada por la Fed.

La baja inflación y el elevado desempleo en Estados Unidos, justifican que la Reserva Federal mantenga las tasas de interés en niveles históricamente bajos en el corto plazo, para contrarrestar el elevado desempleo producto de la crisis. Siguiendo a Phillips en esta parte, al mantener bajas las tasas de referencia, se ha conseguido el control de precios y a costa del creciente desempleo. El gráfico 2.9 muestra la brecha entre ambas variables. El número de estadounidenses que pidió subsidio por desempleo subió a finales de 2010, mientras que los precios al consumidor sufrieron su mayor caída en un año y medio en mayo, reforzando el escenario para que las tasas de interés sigan bajas en una economía aún en recuperación. Las solicitudes iniciales de beneficios de desempleo subieron en 12,000 a una tasa ajustada estacionalmente de 472,000 en la semana terminada el 12 de junio de 2010. La manufactura, la construcción y la educación redujeron trabajadores.

FIGURA 2.9 INFLACIÓN VS. DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS



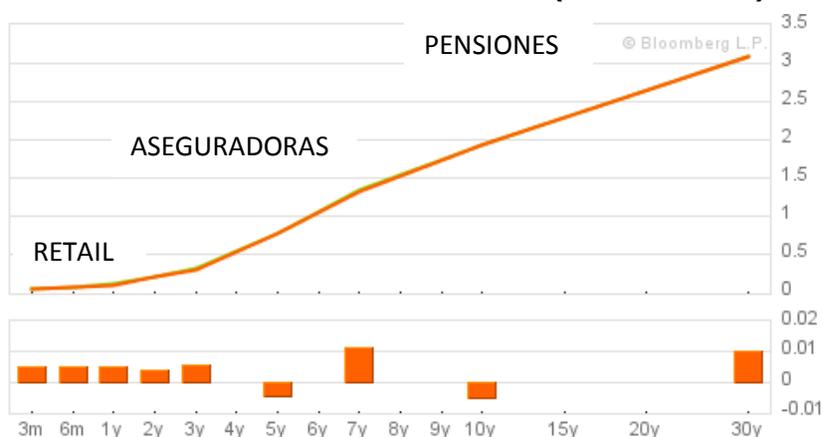
FUENTE: Elaboración propia con datos del CEPF (Centro de Estudios de Finanzas Públicas).

La economía está avanzando lentamente, pero no está creando nuevos empleos en el balance neto, y esto apunta a que continúen las expectativas de desaceleración económica. La estable tasa de desocupación reflejó en gran medida, una disminución en la fuerza laboral, debido a que muchos trabajadores cesantes renunciaron a buscar

empleo. La creación de empleo se ha estancado, poniendo en peligro la recuperación de la economía desde su peor recesión de la posguerra. El crecimiento económico de Estados Unidos se desaceleró a una tasa anual del 2.4% en el segundo trimestre de 2010, después de expandirse a un ritmo del 3.7% en los primeros tres meses del año. El sector manufacturero impulsó la recuperación económica que comenzó en la segunda mitad del 2009; sin embargo, los empleos en el sector de la construcción cayeron en 11,000 plazas. Los empleadores normalmente aumentan las horas de trabajo a sus empleados, antes de contratar personal adicional.

Haciendo un análisis de las curvas de rendimiento de largo plazo (*yield curve*), la cual nos indica las tendencias actuales y el panorama económico y financiero en general, se observa que la tasa de interés actúa en sentido opuesto al precio de los bonos. De acuerdo con lo que se ha mostrado en los capítulos precedentes, se ha visto que la tasa de referencia de Estados Unidos se mantiene cercana a cero, por lo que ha estado al margen de caer en la trampa de la liquidez, como la planteó Keynes; no obstante, cuando las tasas se mantiene en valores cercanos a cero y de la misma manera el valor de los bonos, las únicas entidades que pierden son los bancos; su consecuencia lógica es la contracción del crédito; sin embargo, existe un agente a quien no le importa perder, o dicho de otra manera, quien puede absorber la pérdida porque tiene a los impuestos como garantía, la Reserva Federal.

FIGURA 2.10 CURVA DE RENDIMIENTO (U.S. TRESURIES)



FUENTE: Bloomberg.

Parafraseando el significado estricto de los bonos, podemos decir que éstos son la carreta del dinero. La curva del gráfico 2.10, muestra los rendimientos en el tiempo de

los bonos del tesoro de Estados Unidos, cuyo plazo más largo es a 30 años. Ello permite hacer ganancias de capital, al conseguir dinero en donde las tasas tienden a cero y prestar donde las tasas son más altas o, de otra manera, comprando bonos con tasas bajas a corto plazo y vendiendo bonos a largo plazo cuando las tasas sean altas.

El riesgo de morosidad depende del emisor, por lo tanto, para el caso de los bonos gubernamentales, la probabilidad de que caiga en cesantía es mínima, dada la capacidad del sistema fiscal (impuestos). No obstante, una de las cosas que no hay que olvidar es la inflación, por lo que el precio de cualquier bono puede variar, sobre todo en el corto plazo. Con el gráfico de la curva de rendimiento, podemos deducir que la política monetaria expansiva de la Fed, para mantener a raya la tasa de interés, ha elevado el atractivo para los bonos del tesoro.

Finalmente, podemos ubicar a los principales agentes sobre la curva de rendimiento, de la siguiente manera: a corto plazo las empresas que necesitan liquidez y que tienen bienes de rápida realización como pudieran ser las tiendas minoristas; en la parte media de la curva (en un plazo de 5 a 10 años), podemos ubicar perfectamente las empresas cuyos modelos de financiamiento permiten disponer en caja de una mínima parte como las aseguradoras y; en la parte final de la curva, podemos ubicar a las empresas cuya inversión es a largo plazo, como las administradoras de fondos de pensiones.

Una nueva arquitectura financiera implica el establecimiento de nuevos parámetros para superar la crisis financiera y a la vez de la implementación de políticas macroeconómicas que ayuden el retorno de estabilidad en los mercados. Regulación y supervisión financiera son la clave, una mayor intervención estatal podría resultar benéfica en el corto plazo, con las claras dudas en el largo plazo. Las normas que dicte Basilea para el sector bancario y las reservas de liquidez que éstos mantengan en caja, deben permitir mayor garantía en el desarrollo de este nuevo sistema. Tanto tasas cercanas a cero por parte de la Fed y en 4.5 puntos por parte del Banco de México, así como mecanismos inmediatos para el control del índice de precios, tanto en Estados Unidos como en México, aún a costa del desempleo en ambas naciones, incidirá favorablemente en el corto plazo para la reactivación del sector productivo.

Las restricciones naturales que México tiene para el desarrollo de su economía son complicadas de ajustar, por lo tanto la actividad económica del país se mantendrá en las mismas condiciones en esta primera mitad de siglo. Un proyecto a largo plazo es un buen

inicio para cambiar esta circunstancia, donde se tenga de manifiesto que sea el desarrollo del mercado interno, un motor principal para realizar un efecto de arrastre encadenando las actividades productivas. La presente tesis plantea inversión de dos enfoques: pública y privada, no independientes una de la otra, sino conjunta en cuatro sectores clave: educativo, financiero, energético, telecomunicaciones.

En ese orden, la inversión pública debe ser complementada con la privada, sin que esta última llegue a controlar alguno de estos cuatro sectores. Para el caso financiero, existe la imposibilidad de que la banca comercial este privatizada en su totalidad, la alternativa debe centrarse en la Banca de Desarrollo para vincular el sector productivo con el flujo de crédito. En cuanto a las telecomunicaciones, el primer paso importante es generar un ambiente de competencia en este sector, desmonopolizar las telecomunicaciones es imposible para algunos, pero con la creación de candados y la limitación de licitaciones y concesiones, ello debe de ahondar para que nuevos competidores entren al mercado, sea más eficiente el servicio en telecomunicaciones y como consecuencia lógica, los precios bajen.

Es fundamental que las reformas se lleven a cabo de manera profunda y enfocada a solucionar el desempleo, generando un piso social básico que englobe a toda la población, tanto rural como en el sector informal. Estas dos cuestiones deben de ser primordiales en el Plan Nacional de Desarrollo para que se lleve a cabo de la mejor manera.

Por otro lado, el problema migratorio debe ser contrarrestado aumentando el empleo en el país en base a la inversión pública. Además, es importante que se reactive las actividades agropecuarias y sea posible abastecer la demanda interna y contrarrestando las importaciones de granos y alimentos provenientes de EU. Los convenios y acuerdos que se han firmado con los distintos países, produciendo bloques económicos, deben ser aprovechados para aumentar la competitividad y la productividad de las empresas nacionales y sea posible aumentar el ingreso, el cual no debe seguir estancado, China está ganando el juego en este sentido y necesitamos replantear las condiciones salariales, y las nuevas formas de crecimiento y desarrollo económico. Es de tomar en cuenta la estabilidad económica con inflación debajo de 5% y un crecimiento de 3.5% anual, estas condiciones deberían favorecer el bienestar en la sociedad mexicana.

La gran oportunidad que puede crearse México es la vinculación del sector educativo con el sector productivo. Escuela y empresa deben ser una sinergia absoluta y

no deben de seguir aisladas una de la otra. La generación de ciencia y tecnología debe traducirse en producción, mejores métodos y procedimientos para la industria sobre todo, pero también para la agricultura, los servicios son una consecuencia lógica de lo anterior. No es la creación de técnicos lo que se plantea, sino su vinculación a la industria, el desarrollo de proyectos tecnológicos aplicados de manera directa en la producción de bienes y servicios. Esa es la verdadera consigna que esta tesis plantea. De aquí en adelante, el desarrollo de esta investigación se centrará en el aspecto financiero, pero sin olvidar esta premisa básica.

CAPÍTULO 3 EL ENTORNO ECONÓMICO EN MÉXICO

A diferencia de lo que marca la historia contemporánea de nuestro país, las crisis financieras dejaban desahuciada, no sólo la actividad económica, sino también las arcas de las reservas internacionales y grandes déficits fiscales, así como desequilibrios tanto en la balanza de pagos como en la balanza comercial.

Este tercer capítulo, es fundamental para mostrar la situación de la economía de México ante la crisis financiera. Haciendo un análisis de los principales indicadores macroeconómicos y sus efectos en el sector productivo, específicamente en el sector financiero.

Profundizaremos en el marco legal del sector financiero y su operación en los años recientes, de la misma manera estudiaremos la estructura de las entidades financieras públicas como organismos reguladores y supervisores y de las entidades financieras privadas como agentes de ahorro e inversión.

En este mismo tenor, revisaremos minuciosamente la situación de las empresas mexicanas inmersas en productos financieros exóticos y su crisis financiera interna, analizando su exposición al riesgo y su apalancamiento. Finalmente, revisaremos las políticas económicas implementadas por el gobierno mexicano con el fin de contrarrestar el impacto de la crisis, así como las políticas económicas para reactivar la economía nacional.

No obstante, la competitividad financiera en México recae en la misma línea de cualquier sector económico, con un alto grado de concentración en operaciones bancarias y bursátiles, con oligopolios de bancos extranjeros que han diversificado las formas de gestionar el ahorro nacional y su inversión en vehículos de ingeniería financiera.

Por lo tanto, la competitividad financiera se da solo entre los seis bancos más grandes; los demás están clasificados en bancos chicos, bancos de nicho y de primer piso, así como los asociados a cadenas comerciales. Por otro lado, de manera focalizada encontramos cooperativas financieras, cajas de ahorro, etc. Los fondos de inversión también representan gran parte del sector financiero, así como las Afores.

Sin dejar atrás las instituciones de seguros y fianzas, terminando con el sistema bursátil al vincular la competitividad con la productividad, se analizará de forma conjunta para determinar las expectativas de crecimiento y su impacto en la economía real. Del mismo modo, se harán observaciones a la situación legislativa con el fin de implementar propuestas y mejorar el desempeño del sector financiero nacional en los siguientes años, pensado a largo plazo como sector estratégico para el desarrollo económico de un país. Además, será el preámbulo para el análisis del sistema bursátil mexicano con el que finalizará esta tesis.

3.1 CAMBIO EN LA REGULACIÓN, NUEVOS AGENTES

El sistema financiero de México, se compone de dos grandes segmentos:

- A. Las instituciones reguladoras
- B. Las instituciones financieras

Del inciso A, tomamos las siguientes instancias reguladoras, supervisoras y de control que se sustentan en lo que dicta la Constitución Política:

1. SHCP: Secretaría de Hacienda y Crédito Público
2. Banxico: Banco de México

De ambos organismos dependen los demás instancias reguladoras y supervisoras, entre las más importantes:

- CNBV: Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- CONSAR: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro
- CNSF: Comisión Nacional de Seguros y Fianzas
- IPAB: Instituto de Protección del Ahorro Bancario
- CONDUSEF: Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros

Cada uno de los organismos reguladores está presente en la legislación, ya sean leyes, reglamentos o códigos propios con los que le dan carácter penal para sancionar en caso de incumplimiento por algún agente financiero.

Sin embargo, dentro de la estructura financiera, que se presentará a continuación, existen deficiencias que impiden un adecuado desarrollo del sector en el país.

Los mandatos constitucionales que le han conferido tanto al Banco de México como a la SHCP, se listan a continuación:

1) Para el Banco de México, el cual es autónomo:

- Ser el agente único para la emisión de moneda nacional y su control de circulación.
- Controlar la tasa de inflación.
- Administrar las reservas internacionales del país.
- Ser banco de reserva y agente prestador de última instancia.
- Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y financiera.

2) Para la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que depende del Gobierno Federal

- Proponer y controlar la política del gobierno en materia financiera y económica.
- Controlar, vigilar y asegurar el cumplimiento de las disposiciones fiscales.
- Controlar créditos internos y externos a cargo del Gobierno Federal.
- Dirigir y coordinar la elaboración del Plan Nacional de Desarrollo.

Los subsectores que dependen de estos dos organismos de regulación, son:

- ❖ Fondos y fideicomisos públicos
- ❖ Sector bancario
- ❖ Intermediarios financieros no bancarios
- ❖ Sector de Ahorro y Crédito Popular
- ❖ Sector Bursátil
- ❖ Sector de Derivados
- ❖ Seguros y Fianzas

En resumen, son estas instancias las encargadas de la regulación, supervisión y control del sector financiero.

Del inciso B, clasificaremos las instituciones financieras de la siguiente forma:

1. Banca múltiple

2. Banca de Desarrollo
3. Sistema bursátil
4. Organizaciones financieras y actividades auxiliares de crédito
5. Seguros y fianzas
6. Sistema de ahorro para el retiro
7. Otras entidades

A continuación se detalla cada sector:

1. Banca múltiple

En la actualidad, la banca múltiple está compuesta, de acuerdo a las características de sus activos, de la siguiente manera:

- a) Banamex, BBVA Bancomer, Banorte, Santander Serfín, HSBC y Scotia Bank Inverlat.
- b) Afirme, Mifel, Bajío, Inbursa, Interacciones, Invex, Banregio, Ve Por Más, ING, Bansi, Compartamos, Monex, Autofín, Amigo, Actinver, Multiva, Consultoría Internacional.
- c) Banco Azteca, Banco de Ahorro Famsa, Banco Fácil, Bancoppel, Banco Walmart, Wolkswagen Bank.
- d) ABN AMOR Bank, American Express Bank, Credit Suisse Bank, J. P. Morgan Bank, Bank of America, Bank of Tokio-Mitsubishi, Deutsche Bank, GE Electric Money Bank, ING Bank, Barclays Bank, Prudential Bank, UBS Bank.

En resumen, la banca múltiple se divide en bancos grandes, bancos medianos y pequeños, bancos asociados a cadenas comerciales (BACC) y filiales pequeñas de bancos internacionales.

2. Banca de Desarrollo

Son Sociedades Nacionales de Crédito de la Administración Pública Federal con personalidad jurídica y patrimonios propios, cuyo fin es promover el desarrollo de sectores clave para el país de acuerdo la Ley de Instituciones de Crédito.

La Banca de Desarrollo es un subsector que ha vivido al margen de la banca comercial y que, sin embargo, debería representar un brazo fundamental del flujo de crédito para el crecimiento económico. Actualmente está conformada por:

- a) BANJERCITO: Banco Nacional del Ejército, Fuerza Aérea y la Armada
- b) BANCOMEXT: Banco Nacional de Comercio Exterior
- c) BANOBRAS: Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos
- d) BANSEFI: Banco Nacional del Ahorro y Servicios Financieros
- e) NAFIN: Nacional Financiera
- f) SHF: Sociedad Hipotecaria Federal
- g) Financiera Rural

3. Sistema Bursátil

El siguiente grupo del sector financiero lo representa el sistema bursátil mediante organizaciones públicas y privadas que llevan a cabo transacciones de títulos-valor a través de la Bolsa Mexicana de Valores y el Mercado de Derivados. Todas las operaciones en el mercado regulado tienen un depósito central de valores en el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), la cual es una institución privada que custodia y administra los valores bursátiles en forma nacional e internacional, fungiendo también como cámara de compensación y liquidación. En la actualidad se negocian los siguientes valores con la BMV:

Acciones de empresas

Acciones de sociedades de inversión

- Renta fija
- Variable
- De capital de riesgo

Aceptaciones bancarias

Bonos

- Bancarios
- Bancarios de desarrollo
- Bancarios de desarrollo industrial con rendimiento capitalizable
- Bancarios para la vivienda
- Bondes
- Udibonos

Cetes

Certificados de participación

- Ordinarios
- De plata
- De participación inmobiliarios
- De participación inmobiliarios con rendimiento capitalizable
- Cedes

Obligaciones

- Quirografarias
- Hipotecarias
- Convertibles
- Indizadas
- Con rendimiento capitalizable
- Subordinadas

Pagarés

- Quirografario
- Avalado
- Con garantía fiduciaria
- Indizado
- Con rendimiento liquidable a vencimiento
- Financiero

Papel comercial

- Ordinario
- Avalado
- Indizado

Los valores negociados en el mercado de derivados son los siguientes:

Contratos a futuro: divisas, índices, deuda, acciones, tasas, commodities, bonos, unidades de inflación, swaps, ETF´s.

Contratos de opción: futuros sobre índices, acciones, ETF´s, divisas.

Las aportaciones iniciales mínimas son recursos exigidos por la cámara de compensación por cada uno de los contratos que los participantes mantienen abiertos. El objeto de estos recursos consiste en cubrir una variación en precios esperada para un horizonte de un día y con un nivel de confianza 99%. Estos recursos se constituyen en valores y/o efectivo en un fondo de aportaciones, los cuales son administrados e invertidos por Asigna, de acuerdo a lo establecido por las autoridades financieras y se colectan dentro del proceso de liquidación diaria.

Los intermediarios bursátiles realizan sus operaciones mediante el sistema electrónico denominado SENTRA Capitales y SENTRA derivados, es importante señalar la existencia de un mercado de valores regulado y de un mercado de valores *Over The Counter*, OTC de aquí en adelante, en este último mercado se negocian instrumentos derivados de alto riesgo que involucran futuros, opciones, swaps, notas estructuradas, warrants. Los volúmenes operados se muestran en el siguiente apartado.

4. Organizaciones financieras y actividades auxiliares de crédito

Son entidades regidas por la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, están contempladas como organizaciones a excepción de los cambios de divisas. Las integran los:

- a) Almacenes Generales de Depósito
- b) Arrendadoras Financieras
- c) Sociedades de Ahorro y Préstamo
- d) Uniones de Crédito

- e) Empresas de Factoraje Financiero
- f) Sofoles/Sofomes
- g) Casas de Cambio

Estas entidades complementan las transacciones financieras realizadas en México sin ahondar más en este subsector, pasaremos al de seguros y fianzas.

5. Seguros y Fianzas

Las instituciones de seguros practican operaciones de seguro, reaseguro y reafianzamiento en accidentes y enfermedades y en daños a la responsabilidad civil y riesgos profesionales, transportes, incendios, agrícolas y de animales, automóviles, créditos, diversos, especiales. Constituir, invertir y administrar las sumas correspondientes a los contratos. También actúan como institución fiduciaria, entre otras facultades.

Las instituciones de fianzas efectúan operaciones de afianzamiento, reafianzamiento, cofianzamiento, constituir e invertir las reservas que la ley les permite, operar con valores, entre otras facultades que la ley les permite. Regulados por la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas cuyo propósito es promover el sano desarrollo del sector, incentivando la cultura de la prevención sobre riesgos catastróficos.

6. Sistemas de Ahorro para el Retiro

La entidad supervisora de este subsector es la Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro y los agentes del sistema de pensiones son las Afores y las Siefores. Las administradoras de fondos para el retiro se encargarán de abrir administrar y operar las cuentas individuales, de conformidad con las leyes de seguridad social.

- Se encargarán de recibir las aportaciones y cuotas de los institutos de seguridad social a las cuentas individuales
- Individualizar las cuotas y aportaciones de seguridad social, así como los rendimientos derivados de la inversión de la misma.
- Operar y pagar los retiros programados.

Las siefores son sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro, en el artículo 43 de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, se establece que el régimen de inversión de estas sociedades debe otorgar la máxima seguridad y los

rendimientos adecuados de los recursos de los trabajadores, incrementado el desarrollo del mercado interno y el desarrollo de productos de largo plazo acorde con el sistema de pensiones. Deben de fomentar:

- La actividad productiva nacional
- Generación de empleo
- Construcción de vivienda
- Desarrollo de infraestructura
- Desarrollo regional

En general, es así como se conforma el sistema financiero de México, las instituciones auxiliares tales como: la Asociación de Bancos de México, la Asociación Nacional de Intermediarios Bursátiles, la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros, etc. Y finalmente, debemos hacer hincapié en los dos agentes económicos que sustentan la producción real de la economía mexicana, me refiero a las personas físicas y a las personas morales.

Todo lo anterior representa los agentes que integran el sistema financiero, sin embargo la legislación que los gobierna impide el desarrollo en sectores estratégicos o en su defecto, la falta de regulación en el mercado de valores, propicia altos márgenes de utilidad y fuga de capitales sin retener reinversión en los sectores reales de la economía.

3.2 PRODUCTIVIDAD Y COMPETITIVIDAD EN EL SISTEMA FINANCIERO

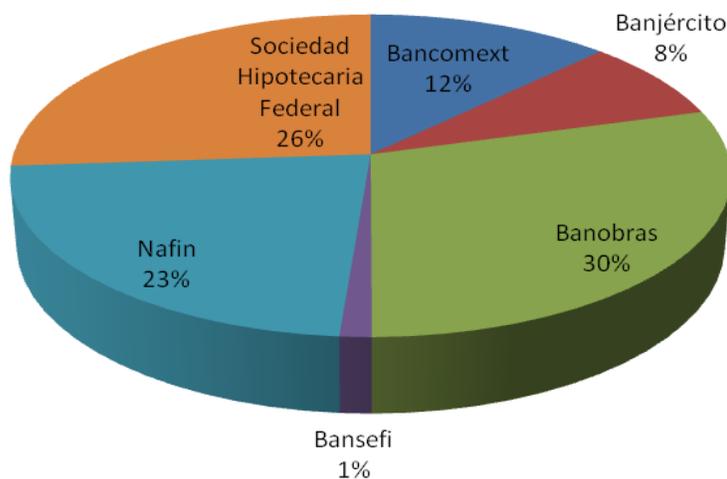
El Banco de México señala en su *Reporte Sobre la Actividad Financiera* a junio de 2010, que la Banca de Desarrollo se constituyó en un importante vehículo en la aplicación de medidas contracíclicas encaminadas a mitigar los efectos de la crisis financiera sobre el crédito y la actividad económica, el crecimiento de su cartera se mantiene en niveles de dos dígitos aún en este año, pese a que en 2009 alcanzó niveles históricos. A continuación el extracto del reporte, del apartado de las Instituciones de Fomento.

Las funciones de las instituciones que conforman el sistema de fomento, que incluye a la Banca de Desarrollo (integrada por Banobras, Nafin, Bancomext, Banjército, Bansefi y la SHF), a los Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura (FIRA) y a la Financiera Rural (FR), comprenden el otorgamiento de crédito de primer y segundo piso, la provisión de garantías, la promoción de la venta de carteras y la operación de programas especiales de fomento, así como otras funciones administrativas como la

asistencia técnica y la capacitación. Asimismo, en épocas de dificultad económica estos intermediarios han constituido un vehículo importante para la implementación de políticas contracíclicas, cuyo fin es mitigar los efectos adversos de las crisis sobre el funcionamiento de los mercados de crédito y la actividad económica.

A partir del 2003, la Banca de Desarrollo, los Fideicomisos Instituidos en Relación con la Agricultura (FIRA) y Financiera Rural, empezaron a reducir sus créditos a entidades gubernamentales para orientarse al financiamiento del sector privado. La estructura de la banca de desarrollo, de acuerdo al capital contable, Banobras y la Sociedad Hipotecaria Nacional representan más de la mitad de la banca de desarrollo (figura 3.1), pero al mismo tiempo, tienen una cartera vencida demasiado elevada. De 2003 a 2007, la cartera al sector privado de la Banca de Desarrollo pasó del 31 al 50% del total. También han procurado migrar del crédito directo o de primer piso a esquemas de segundo piso y al otorgamiento de garantías crediticias para potenciar el financiamiento y hacer un uso más eficiente de su capital (por ejemplo, del 2003 al 2007 la cartera de segundo piso pasó del 17 al 33% de la cartera total de la Banca de Desarrollo).

FIGURA 3.1 CAPITAL CONTABLE, 2011



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

A junio del 2010 la cartera total de la Banca de Desarrollo, FIRA y Financiera Rural registró un saldo de 422 mil millones de pesos, equivalente al 17% del crédito total otorgado en conjunto por el sistema bancario comercial y de desarrollo. De dicho saldo, que tuvo un crecimiento del 4% anual, el 48% correspondió a créditos de primer piso, el

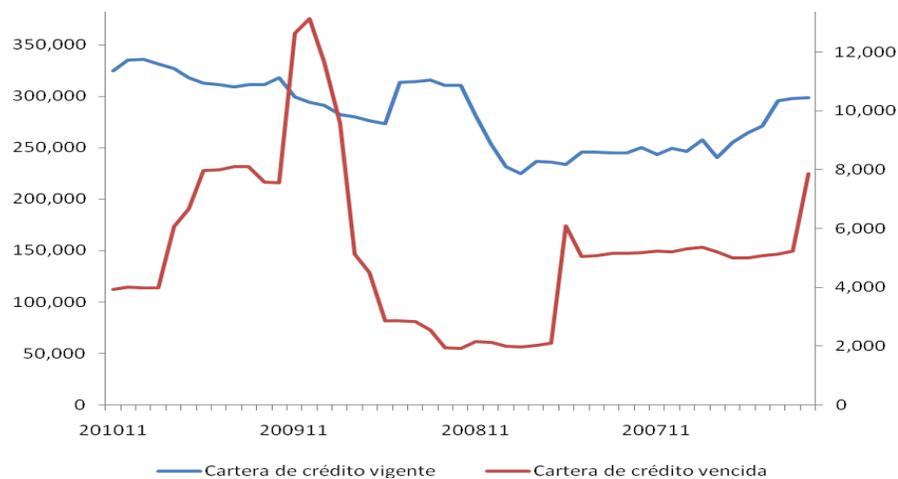
46% a créditos de segundo piso y el restante 6% a créditos otorgados en calidad de agente del Gobierno Federal.

Ante la reducción de la liquidez en los mercados financieros mexicanos derivada de la crisis financiera internacional, y en respuesta a la contingencia sanitaria de abril del 2009, a partir del tercer trimestre del 2008 la Banca de Desarrollo, FIRA y Financiera Rural tuvieron una participación más activa en el otorgamiento de crédito de primer piso. Esto es parte de la puesta en marcha de diversos programas de apoyo a la actividad económica.

A junio del 2009 la cartera de primer piso presentó un crecimiento del 27% anual, mientras que a junio del 2010 su crecimiento se ubicó en un 14% anual. Un año después, Banobras y Bancomext concentraban el 83% del crédito de primer piso. La cartera de Banobras creció un 18% anual mientras que la de Bancomext disminuyó en un 4% anual. El destino de los créditos de Banobras fueron principalmente proyectos con fuente de pago propia y créditos a estados y municipios. La caída del crédito de Bancomext se debe a que su colocación se redujo en un 20% anual.

De la cartera de segundo piso, Nafin, FIRA y la SHF concentraban el 95% a junio del 2010. A dicho mes esta cartera creció en conjunto, alrededor del 3% anual, aunque su evolución presentó un comportamiento diferenciado entre instituciones. En el caso de Nafin, el crédito de segundo piso tuvo un crecimiento del 28%. Dicha expansión se explica primordialmente por el programa denominado cadenas productivas, el cual apoya a proveedores nacionales de grandes empresas y del Gobierno Federal.

El crédito al sector privado se obtiene deduciendo de la cartera total de las instituciones de fomento, el componente de crédito a las entidades gubernamentales; en este sentido, Nafin y Bancomext han brindado apoyo a empresas de sectores productivos específicos que han visto limitado su acceso al financiamiento privado. Así, el saldo del crédito al sector privado de ambas instituciones se incrementó en un 20% anual a junio del 2010. El 80% del monto colocado por Nafin fue a través del programa cadenas productivas. Además destacan los programas de ahorro de energía y de renovación del parque vehicular (taxis, flotillas, carga y urbanos), los cuales habían operado respectivamente 1,000 y 40 millones de pesos al primer semestre del 2010.

FIGURA 3.2 CARTERA DE CRÉDITO DE LA BANCA DE DESARROLLO, 2011

FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

Asimismo, con el fin de hacer frente a las crisis financiera y sanitaria se fortalecieron programas de apoyo a pymes y se destinaron recursos específicos a empresas en el ramo de la industria turística aérea. Cerca del 95% del crédito colocado por Bancomext fue a través de operaciones de primer piso; entre los destinatarios destacan los sectores de turismo, maquila de exportación, automotriz y autopartes.

A junio del 2010 los saldos de las garantías otorgadas por Nafin y FIRA presentaron crecimientos respectivos del 9 y 6% anual. En Bancomext, la cartera de garantías tuvo un incremento del 40% anual a causa del mayor dinamismo en el otorgamiento de cartas de crédito y del monto otorgado de garantías. El 90% de las garantías otorgadas correspondieron a cartas de crédito y avales.

El 87% de las garantías otorgadas por Nafin se canalizaron a través de su programa de garantía automática a pymes. El resto se dividió entre garantías bursátiles (5%) y la garantía otorgada para la construcción de la Terminal II del Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (7%), la cual se encuentra compartida al 50% con Banobras. Asimismo, el saldo de las garantías otorgadas por Banobras mostró una disminución del 9% anual como consecuencia de las amortizaciones de los créditos garantizados y el cien por ciento de las garantías otorgadas estuvieron dirigidas a proyectos de infraestructura a nivel federal, estatal y municipal.

Los saldos de crédito garantizados por las instituciones financieras de fomento están respaldados parcialmente con fondos de contragarantía, por un monto de hasta 7 mil millones de pesos, otorgados por diversas dependencias del Gobierno Federal, como la Secretaría de Economía, la SHCP y la Sagarpa, entre otras. Los fondos correspondientes cubren parcialmente las pérdidas a las que se enfrentarían las instituciones de fomento en caso de incumplimiento por parte de los beneficiarios.

Por último, la inducción de crédito generado por las garantías asciende a 256 mil millones de pesos, lo que representa un promedio de 2.6 pesos de crédito otorgado por cada peso garantizado. La cartera vencida de la Banca de Desarrollo, FIRA y Financiera Rural al cierre del primer semestre del 2010 registró un incremento del 48% con respecto al mismo periodo del 2009. Lo anterior se debe principalmente al aumento de la cartera vencida de la SHF, la cual creció en un 101%. El 90% de la cartera vencida está concentrado en SHF, FIRA, Financiera Rural y Bancomext.

En el periodo de junio del 2009 a junio del 2010 el índice de cobertura pasó del 323 al 208%. Por su parte, el índice de morosidad se mantuvo por debajo del 3.5%. El índice de morosidad ajustado tuvo un comportamiento similar a este último, debido a que tanto Nafin como SHF no realizan aplicación de cartera o castigos. El índice de morosidad ajustado promedio en el periodo fue de un 2.8%. De la banca comercial, el siguiente gráfico, muestra la cantidad de pasivo y activo total con lo cual podemos analizar razones financieras como la liquidez, endeudamiento y apalancamiento.

FIGURA 3.3 ACTIVO Y PASIVO DE LA BANCA COMERCIAL, 2011



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

Analizando el gráfico anterior, observamos que la estructura del sistema bancario mexicano, se encuentra concentrado en 5 bancos, mientras que todos los demás quedan relegados a una participación muy estrecha; siendo bancos de nicho, y con grandes obstáculos, en cuestión de competencia para su crecimiento, dado el carácter oligopólico que presentan los cinco grandes bancos. De los 42 bancos en operación en México, sus activos suman 3,238 billones de pesos, el 74% corresponden a los cinco grandes (Banamex 16.8%, BBVA 23.1%, Santander 13.6%, Banorte 9.1%, HSBC 11.6%).

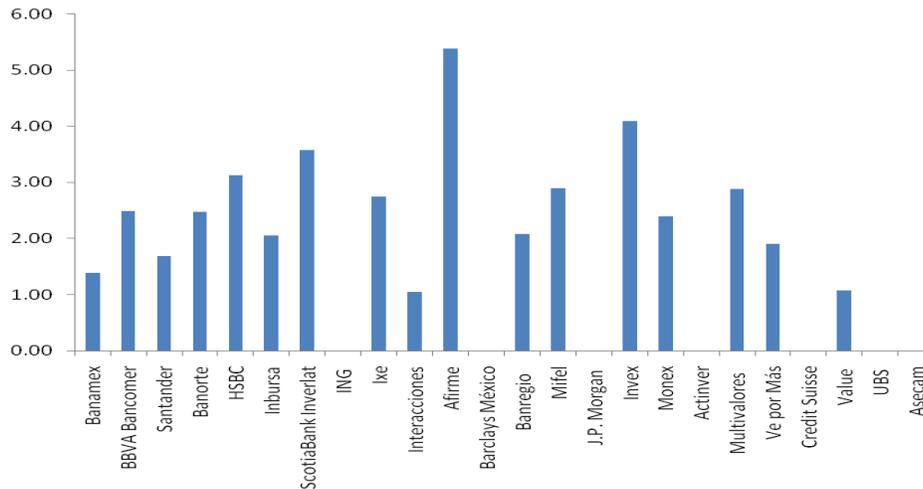
Finalmente, la razón del apalancamiento, cuyo índice nos indica la proporción de deuda que está financiando por terceros en relación a la deuda que se está financiando por los dueños. Su deducción resulta del cociente del pasivo total sobre el capital contable, en donde se muestra claramente que el factor de apalancamiento se mantiene en un rango de 1 a 5 para los cinco principales bancos, mientras que para todos los demás, sus índices de apalancamiento son inferiores a uno.

El monto circulante es la razón del activo circulante en relación al pasivo circulante. Para el caso del grado de endeudamiento que relaciona al pasivo total con el activo total; muestra de la misma manera, un índice menor a uno, para todos los casos, lo cual indica que la banca mexicana es capaz de hacer frente a cualquier incidente de deuda en el corto plazo. Cuando la crisis financiera se agudizó a nivel mundial en 2008, en México los recursos totales manejados por la banca comercial ascendieron a 17 billones y medio de pesos, ello se equipara en 1.5 veces con el valor real del PIB anual en 2007. Del monto total de la banca comercial, el 73% corresponde a operaciones con instrumentos financieros sintéticos (swaps, futuros, opciones, derivados). Mientras que el 9.5 son inversiones en valores. Una cifra similar, el 10.3% de los créditos se canaliza a cualquier otro tipo de crédito.

El crédito de la banca comercial, en 2008 solo se utilizó por el 18.2% de las empresas, de las cuales el 71% los destina a capital de trabajo y solo el 16% a inversión. Las empresas que no utilizaron el crédito comercial justificaron en las altas tasas de interés, la incertidumbre económica y en menor medida, por estar en situación de cartera vencida. Analizando los datos por sectores, el 80.5% se destinó a empresas privadas, el 8% al sector financiero y el 7.5% al sector público. El 80% de las utilidades también los concentran estos cinco bancos, mientras que su concentración de la cartera total de crédito es de 77%.

El porcentaje de cartera vencida, respecto a la cartera total se denomina índice de morosidad (IMOR), de acuerdo al siguiente gráfico, el promedio de la banca total es de 2.3%; sin embargo, algunos bancos mantienen un promedio aún más alto como es el caso de Afirme con 5.4%, Invex con 4%, Scotia y Multivalores con 3.5% y 3.3% respectivamente. En general, la banca comercial mexicana mantiene buenas cifras respecto de la banca internacional, por lo que el índice de morosidad, no es un riesgo fundamental en corto plazo para la banca mexicana.

FIGURA 3.4 ÍNDICE DE MOROSIDAD (IMOR), 2011



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

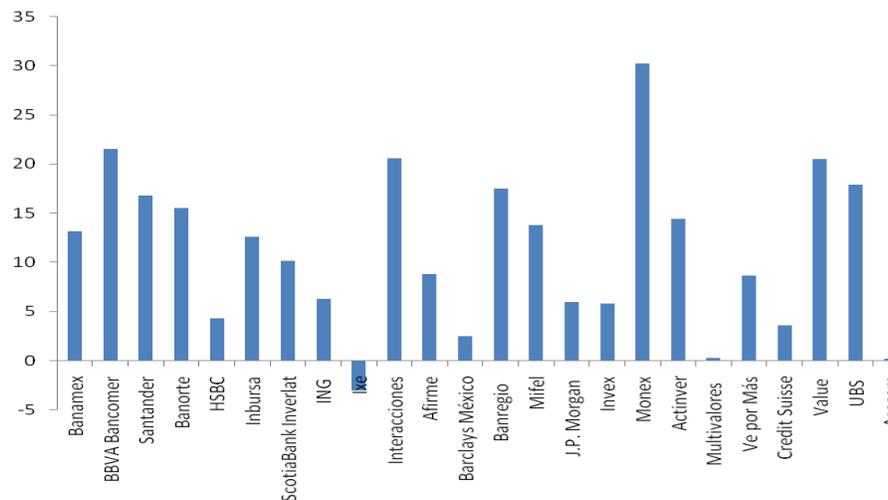
En el primer trimestre de 2008, la utilidad neta de la banca múltiple registró un crecimiento real de 54% con respecto a 2007. El aumento de ingresos por intermediación y en menor medida por margen financiero compensó el incremento en las provisiones para cubrir el deterioro de la cartera crediticia. Los ingresos por comisiones, han registrado retrocesos, toda vez que se ha dado a conocer por disposición federal el costo anual total (CAT) como apoyo a los usuarios de servicios financieros para hacer de su conocimiento el de un servicio financiero.

Lo anterior ha permitido que la banca incremente sus indicadores de rentabilidad, en los casos específicos de los retornos sobre los activos (ROA: Return on Assets) después de la crisis hipotecaria, a finales de 2010 el promedio del sector fue del 1%, cuyo caso sobresaliente fue Value con un 13%, los cinco grandes bancos promediaron 1%, lo

cual marcó la pauta para el resto del sector bancario. Así lo demuestra el gráfico siguiente.

El retorno del capital (ROE: Return on *Equity*) en 2007 se ubicó en 20.9%, datos aún no explicados por la crisis, mientras que para 2010 mostró un retroceso al ubicarse en 10%, a causa de la crisis financiera; no obstante, a excepción de Ixe, todos los bancos siguieron mostrando utilidades sobre su capital, donde 12 bancos tuvieron un índice ROE de 2 dígitos. El índice ROA indica la utilidad de cada peso en el total de activos, más importante para los dueños es el ROE, al mostrar la utilidad por cada peso que los dueños han invertido en la empresa.

FIGURA 3.5 RETURN ON EQUITY (ROE) ACUMULADO, 2011



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

Por otro lado, el margen financiero ha mantenido su crecimiento positivo, no obstante la crisis, en 2008 se ubicó en 5.4% mientras que en 2011 inició con 3.71%, ello se explica por el crecimiento positivo del crédito al sector privado principalmente a aquellas empresas de consumo y empresas medianas, se debe también al aumento en la importancia relativa de la cartera a cargo del sector privado, dentro de los activos de la banca, se debe también al proceso de bancarización que ha alcanzado a segmentos de la población de mayor riesgo.

Algunos otros indicadores de importancia, se muestran en la figura de indicadores financieros, toda la información se actualizó a diciembre de 2010.

FIGURA 3.6 INDICADORES FINANCIEROS DE LA BANCA COMERCIAL (% A DIC. DE 2010)

	IMOR (1)	ICOR (2)	Capital contable / Activo total	ROA Acumulado (3)	ROE Acumulado (4)	MIN Acumulado (5)	Gastos de administración Acumulados / Activo (6)	Comisiones netas / Gastos de administración
TOTAL	2.27	202.12	12.22	1.76	14.23	3.71	3.27	48.69
Banamex	1.39	255.03	14.07	1.95	13.16	4.63	3.46	51.74
BBVA Bancomer	2.49	174.22	11.33	2.43	21.50	4.24	3.21	61.17
Santander	1.68	268.57	12.19	2.09	16.79	3.55	2.40	58.97
Banorte	2.47	123.72	8.50	1.25	15.49	2.93	3.01	43.45
HSBC	3.12	173.93	11.38	0.49	4.33	2.98	5.44	32.95
Inbursa	2.05	522.69	25.87	3.12	12.63	2.22	1.51	81.75
ScotiaBank Inverlat	3.57	103.30	15.39	1.54	10.19	5.00	5.12	28.61
ING	0.00	0.00	6.90	0.52	6.29	9.95	0.44	1.38
Ixe	2.74	103.24	6.34	-0.20	-3.02	2.03	3.92	30.02
Interacciones	1.05	297.54	5.89	1.17	20.62	0.82	2.47	99.09
Afirme	5.38	95.36	6.11	0.65	8.77	2.80	3.07	26.60
Barclays México	0.00	0.00	3.97	0.16	2.52	0.60	1.06	2.79
Banregio	2.08	202.86	7.91	1.38	17.49	3.92	2.89	12.50
Mifel	2.90	109.25	4.41	0.61	13.82	1.34	2.06	8.38
J.P. Morgan	0.00	0.00	19.13	1.02	5.93	2.82	1.94	32.68
Invex	4.09	192.27	14.80	0.73	5.81	1.20	3.34	42.71
Monex	2.39	101.35	10.57	2.50	30.20	1.28	8.38	14.56
Actinver	0.00	0.00	14.94	2.22	14.38	0.46	12.14	82.16
Multivalores	2.88	96.03	12.47	0.02	0.24	0.94	3.81	14.21
Ve por Más	1.90	137.92	10.03	0.79	8.64	3.83	3.12	1.21
Credit Suisse	0.00	0.00	12.97	0.33	3.61	1.77	2.89	27.39
Value	1.08	278.12	61.35	12.52	20.48	1.65	18.55	52.31
UBS	0.00	0.00	69.28	3.89	17.90	15.83	10.43	109.95
Asecam	0.00	0.00	97.10	0.22	0.23	3.46	13.19	-11.91

(1) Cartera vencida / Cartera total

(2) Estimaciones preventivas para riesgos crediticios / Cartera vencida

(3) Utilidad neta acumulada anualizada / Activo total promedio del año en observaciones trimestrales

(4) Utilidad neta acumulada anualizada / Capital contable promedio en observaciones trimestrales

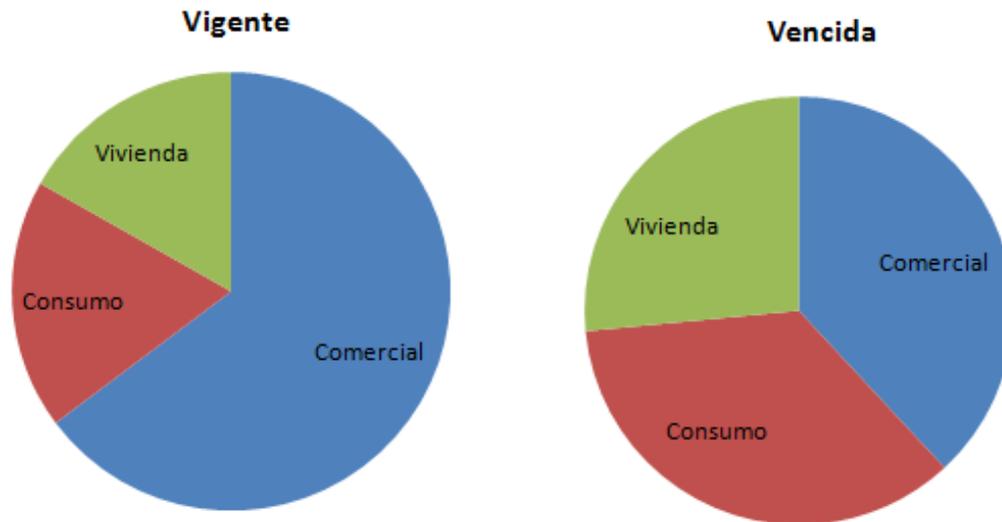
(5) Margen financiero ajustado por riesgos crediticios acumulados anualizada / Activos productivos promedio en observaciones trimestrales

(6) Gastos de administración acumulados anualizados / Activos totales promedio en observaciones trimestrales

FUENTE: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

En cuanto a la composición de la cartera de crédito de la banca comercial de nuestro país, la estructura de la cartera vigente es del 65% para el crédito comercial, del 18% para el crédito al consumo y del 17% para el crédito a la vivienda, representado en la siguiente figura. En términos generales, la distribución del crédito en nuestro país está bien balanceada; sin embargo, es necesaria la expansión de la cantidad de créditos otorgados y con ello, generar mayor dinámica económica.

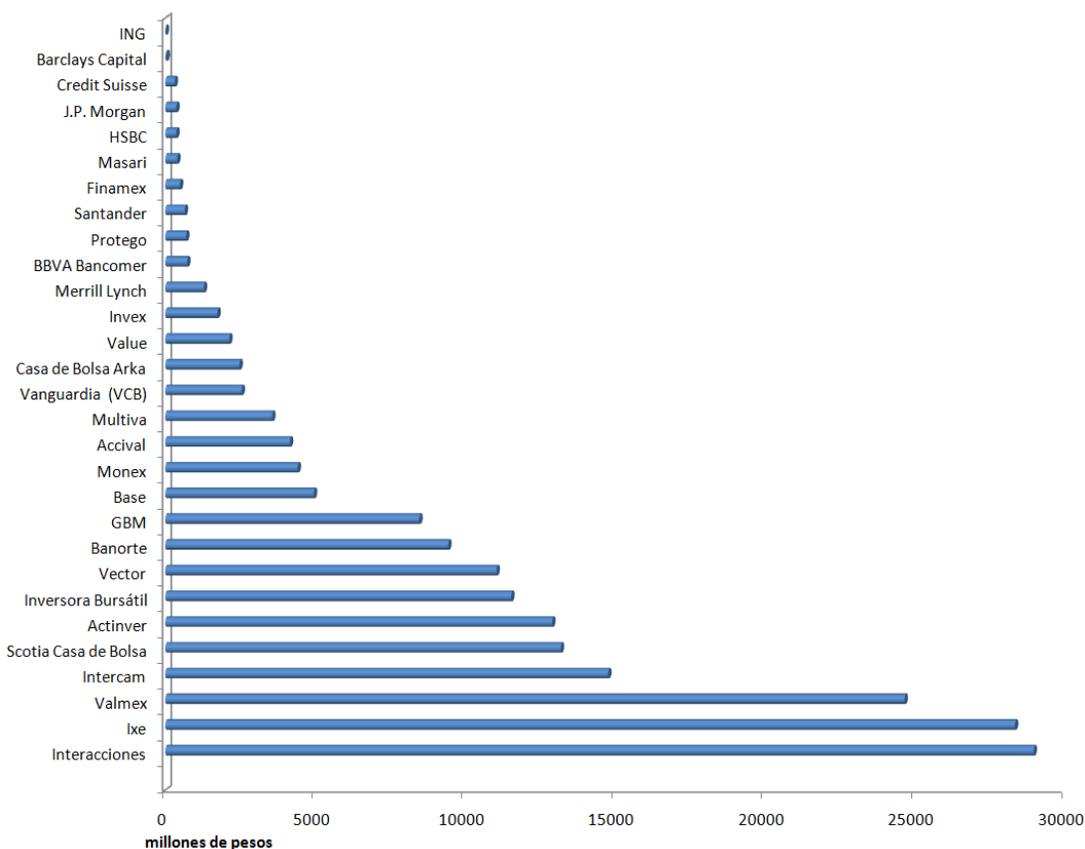
FIGURA 3.7 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE CRÉDITO DE LA BANCA COMERCIAL, 2011



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

Para el caso específico de la cartera vencida, la estructura es muy similar entre los tres sectores, el porcentaje de cartera vencida tanto para la vivienda como para el consumo y para el sector comercial es ligeramente superior al 30%, ello indica que la relación cartera vigente/cartera vencida, para el caso de la vivienda y el consumo, presentan índices inferiores a la unidad; por lo tanto la banca debe procurar equilibrar esos desajustes para limitar los riesgos crediticios y los riesgos de mercado, sobre todo aún cuando los efectos de la crisis siguen vigentes.

Las Casas de Bolsa son instituciones que funcionan como intermediarios financieros, sus parámetros proporcionan información para analizar el impacto que ha tenido la crisis hipotecaria en México, pero también se analiza desde su estructura dentro del sistema financiero. Existen en operación 29 casas de bolsa en México, la mayoría forman parte de grupos financieros, ya sean nacionales o extranjeros, como parte importante de sus operaciones diarias, a continuación se detalla la composición de su portafolio.

FIGURA 3.8 INVERSIONES EN VALORES (COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO), 2011

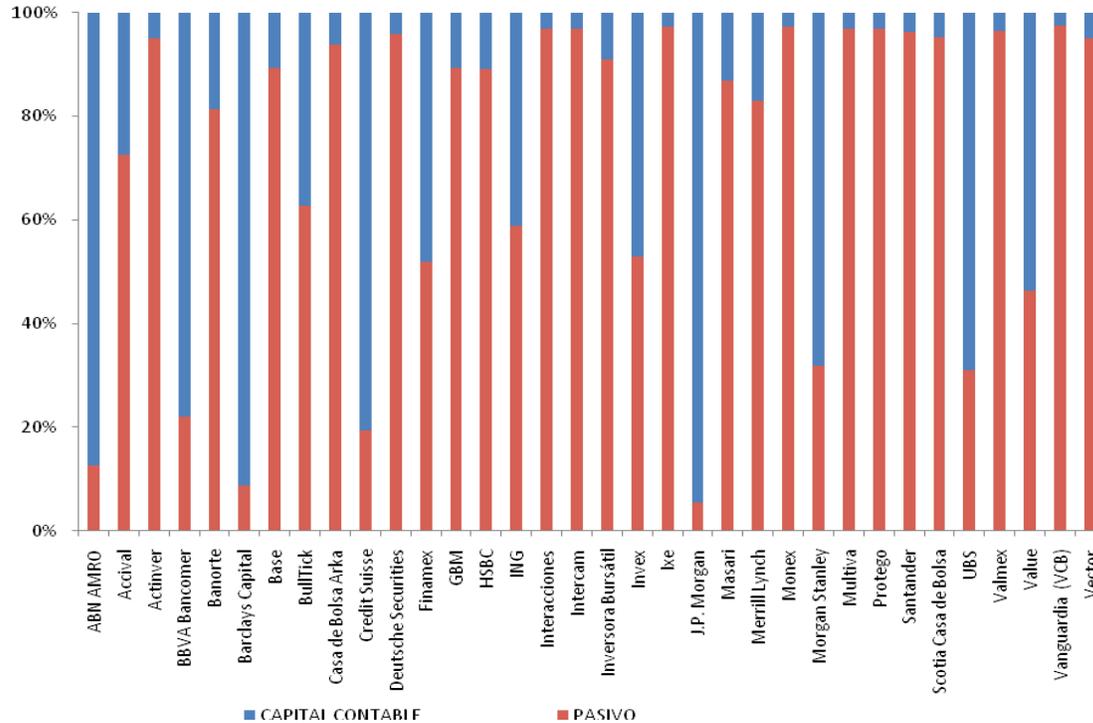
FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

A 2011, la composición de sus portafolios de acuerdo a la inversión en valores nos dice que el sector de casas de bolsa está dividido en cuatro. Tres casas que tienen un portafolio con valor superior a los 15,000 millones de pesos; siete casas de bolsa, cuyo valor de portafolio está entre los 5,000 y los 15,000 millones de pesos, un tercer grupo que tienen portafolios en un rango de 1,000 a 5,000 millones y, finalmente, aquellas casas de bolsa con portafolios de valor inferior a 1,000 millones de pesos.

Esta segmentación ofrece un claro panorama de poder de concentración que tienen las casas de bolsa en nuestro país, la mitad de estas instituciones concentran el 85% de valor del portafolio total en este sector. Sin embargo, existe un indicador que refleja el estado actual de las casas de bolsa, el sector está altamente apalancado; la información que se muestra en el gráfico, lo refleja de manera clara, la parte pasiva en la mayoría de las casas de bolsa es el doble del capital contable. Ello da muestras de un problema que, a largo plazo, podría generar impacto en el sistema financiero mexicano,

es posible que de seguir esta tendencia, una crisis local podría generarse desde las casas de bolsa y no desde los bancos como generalmente ha ocurrido.

FIGURA 3.9 PASIVO / CAPITAL CONTABLE, 2011



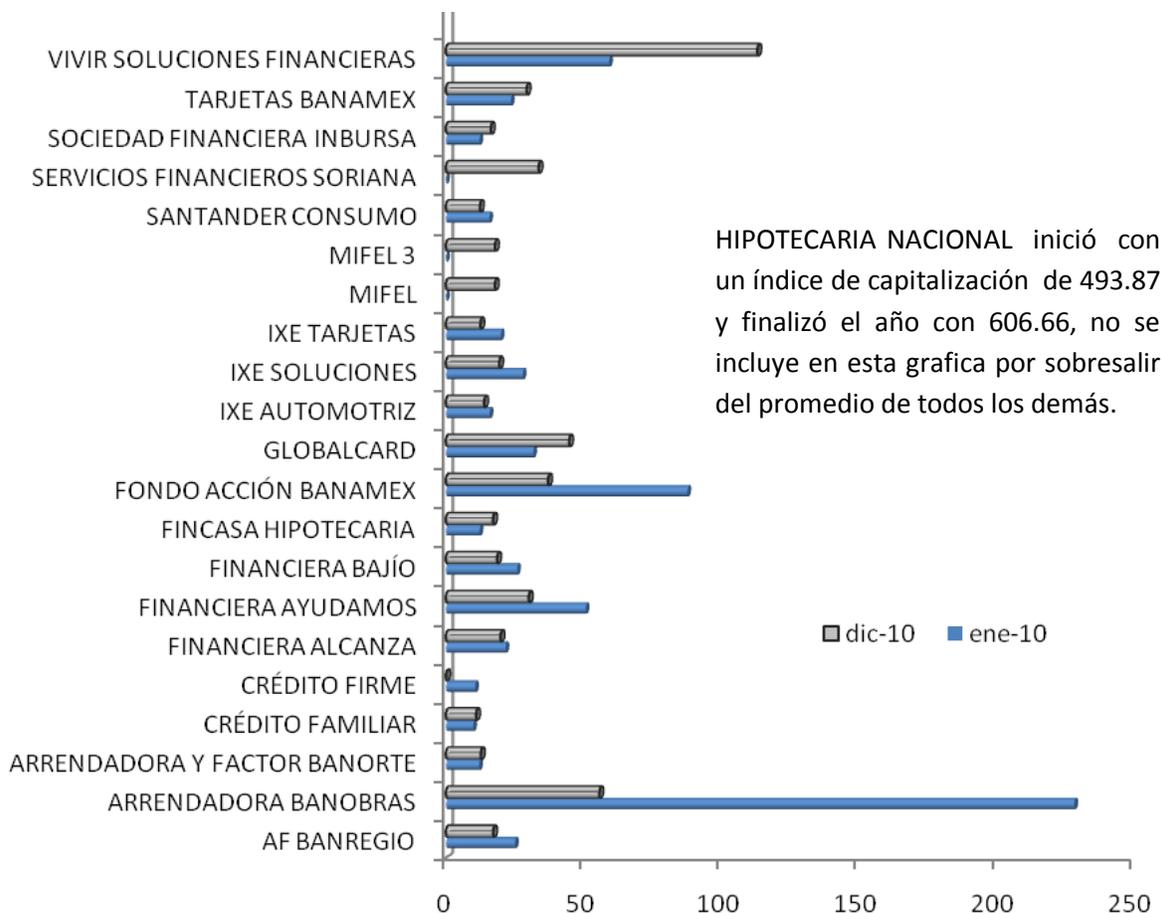
FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV.

El sector de las casas de bolsa se estructura de acuerdo a sus activos, la mitad de ellas mantiene activos superiores a los 10 mil millones de pesos, mientras que el otro 50% están en una cifra inferior, no obstante existen importantes casas de bolsa que tienen activos de mil millones de pesos, sin embargo, sus transacciones se realizan fuera del país, por lo que cuantificar el valor exacto de sus portafolios es complicado.

Las sofomes se han convertido en una alternativa para la canalización de créditos en el sector productivo. A 2011, están en operación 34 sociedades financieras de objeto múltiple. Los índices de capitalización que mantuvieron durante el proceso post crisis fueron cercanos a cero, sobre todo para las sofomes de menos activos, sin embargo 2010 representó la recuperación de este sector finalizando el año con índices de 2 dígitos, para el caso excepcional de hipotecaria nacional, su índice de capitalización ha estado de 400 a 600%. Su caso especial se deriva de los acuerdos que tiene con diversas instituciones

pública como el ISSSTE, INFONAVIT, entre otros. Lo que le ha permitido no sólo mantener, sino aumentar su índice de capitalización.

FIGURA 3.10 ÍNDICE DE CAPITALIZACIÓN



FUENTE: Elaboración propia con datos de la CNBV, datos a enero de 2011.

Sin embargo, de manera general, el promedio del índice fue superior a finales de 2010 que a principios, con 32 y 26% respectivamente, sin incluir Hipotecaria Nacional. Este análisis estático de un año, permite visualizar la lenta recuperación, incluso para sectores con gran dinamismo como el financiero, la gran desventaja que siempre se ha tenido es el riesgo de mercado inherente a nuestro sistema financiero, dado el alto grado de dependencia de los grupos financieros internacionales. El riesgo de contagio que, al iniciarse la crisis era el predominante, se ha controlado por el alto grado de solvencia que presentaban, hasta ese momento, las instituciones financieras y también por el blindaje que como estrategia de política económica, se implementó. Sin embargo, el flujo de

recursos desde nuestro país de las instituciones financieras hacia sus matrices, es un riesgo que aun se mantiene, aunque se ha minimizado, toda vez que la crisis empieza a ser superada.

Los principales inversionistas conforman su cartera con valores del sector público. Destacando en este sentido las tenencias de los bancos y casas de bolsa con el 56% de sus activos bursátiles en deuda gubernamental y deuda del IPAB. Para las aseguradoras y sociedades de inversión estas tenencias representaron el 56 y 46% respectivamente. Las aseguradoras concentraron su cartera de inversión en papel gubernamental de largo plazo a tasa real y en el caso de las sociedades de inversión, en valores de corto plazo.

Las Afores (administradoras de fondos para el retiro), como intermediarios financieros han aumentado su grado de concentración de activos, llegando a ser 7.6% de 2008. En ese mismo año y en plena crisis, una nueva legislación les obligó aumentar el peso que se le da rendimiento en la decisión de los usuarios, resaltando los siguientes puntos.

- Eliminación de la comisión sobre flujo.
- Decisión para que el rendimiento neto sea la variable que se tome en cuenta para la selección de Afores entre los trabajadores.
- Modificación de la regulación de traspasos.

Con ello, se busca facilitar la comparación entre comisiones, disminuyendo los gastos dirigidos a convencer a los trabajadores para el cambio de afore. Al inicio de la crisis, el sector de las siefores, mantenían una canalización de sus inversiones en valores privados y de renta variable, la nueva legislación les permitió aumentar su grado de exposición al riesgo así como aumentar el plazo de vencimiento de sus carteras. Este elevado grado de exposición al riesgo, colocó al VaR de varias siefores en su valor límite de 1%, obligándolas a generar mayor diversificación de los valores de su cartera.

Las aseguradoras, son intermediarios financieros que al igual que las Afores, han elevado su participación en el mercado nacional. A 2007 existían 95 instituciones autorizadas en México, administrando 6% del activo financiero en nuestro país. A principios de 2008, la CNSF reportó las siguientes cifras de estructuras de primas:

- De vida: 41%
- Autos: 22%

- Daños: 19%
- Accidentes y enfermedades: 15%
- Pensiones: 3%

En México, la cultura de la prevención es pobre, a pesar de ello, los costos de los daños por desastres naturales han sido muy costosos para la industria. A continuación, se publican los datos que Banco de México presentó en 2008.

FIGURA 3.11 LOS DESASTRES NATURALES MÁS COSTOSOS PARA EL SECTOR ASEGURADOR

Desastre	año	Costo (mmdp)
▪ Huracán Wilma	2005	19,157
▪ Inundación en Tabasco	2007	6,600
▪ Huracán Gilberto	1997	6,600
▪ Terremoto DF	1985	5,172
▪ Huracán Isidoro	2002	3,367
▪ Huracán Emily	2005	3,302

FUENTE: Elaboración propia con datos del reporte sobre El Sistema Financiero, Banco de México, 2007.

3.3 IMPACTO DE LA CRISIS HIPOTECARIA EN NUESTRO PAÍS

Durante 2007 la actividad económica en el país mostró una cierta desaceleración respecto al crecimiento que se observó el año anterior. En particular en 2007, el PIB registró una expansión del 3.2%, menor al 4.9% de 2006. Esta disminución de actividad económica se dio tanto en el producto como en la demanda agregada, mas pronunciada en la exportación de bienes y servicios, como consecuencia de la caída del consumo de los residentes estadounidenses. Las características de la actividad económica en México durante 2007, fueron:

- Tanto el PIB como las componentes interno y externo de la demanda agregada, registraron crecimientos inferiores a los observados en 2006.
- Dentro de la demanda agregada, si bien el gasto de consumo privado se desaceleró, continuó siendo el sector de mayor contribución al PIB real.
- La inversión creció a un ritmo superior al PIB, reflejado en el gasto tanto del sector público como del sector privado.

- La inversión del sector público resultó superior en 2007 que 2006, como consecuencia de mayores ingresos producto de elevados precios de la mezcla mexicana.

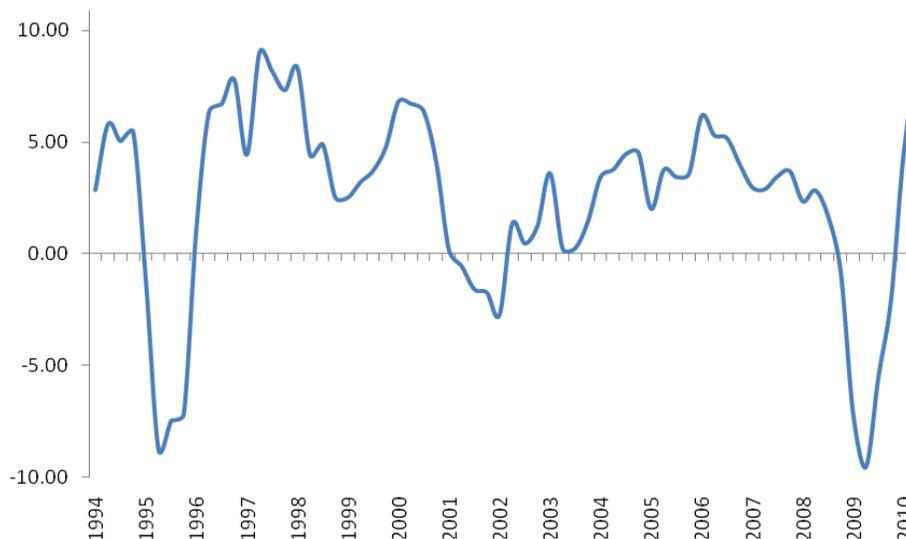
En el segundo semestre de 2009, la economía del país inició con un proceso de recuperación económica, después de la crisis financiera *subprime*, con incrementos del 2.0 y 2.5% de manera trimestral, después de que en el segundo semestre de 2008, se registrara una caída sustancial del 4.2% en términos reales. La reactivación de la economía fue una consecuencia de la recuperación económica de Estados Unidos; por la parte nacional, el impulso se dio gracias a la recuperación del sector automotriz y del sector de las manufacturas, con ello el sector exportador llevó a terreno positivo a la economía nacional.

FIGURA 3.12 VARIACIÓN PORCENTUAL DE LA OFERTA Y DEMANDA AGREGADA

	2006	2007	2008	2009				anual
				I	II	III	IV	
OFERTA AGREGADA	6.7	4.3	1.8	-12.1	-14.5	-9.4	-1.7	-9.425
• PIB	4.9	3.3	1.5	-7.9	-10	-6.1	-2.3	-6.575
• Importaciones	12.6	7.1	2.8	-24.6	-27.6	-18.8	-0.1	-17.775
DEMANDA AGREGADA	6.7	4.3	1.8	-12.1	-14.5	-9.4	-1.7	-9.425
• consumo total	5.1	3.9	1.7	-6.8	-6.5	-3.7	-3.1	-5.025
privado	5.6	4	1.9	-8.5	-7.7	-4.5	-3.8	-6.125
Público	1.9	3.1	0.9	4.2	1.4	2.2	1.4	2.3
• inversión total	9.9	6.9	4.4	-6.4	-14.3	-11.3	-8.1	-10.025
privada	12.9	5.9	3.1	-10.2	-20.5	-16.7	-13.8	-15.3
Pública	-1.1	11.3	9.5	13.5	15.6	9.4	4.7	10.8
• exportaciones	10.9	5.7	0.5	-23.3	-24.7	-15.8	7.3	-14.125

FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México, en su reporte anual 2007.

En 2009 los niveles de actividad productiva del país descendieron 6.5% anual, lo cual es comparable con la contracción del PIB registrada durante la crisis de 1995 (6.2%). A lo largo del año, sin embargo, se observaron dos fases claramente distinguibles en la trayectoria que presentó la actividad productiva del país. La figura 3.13 nos muestra la variación porcentual del PIB desde 1994, la caída por la crisis *subprime* fue del mismo orden que en la crisis del 94; no obstante, las repercusiones no fueron tan drásticas.

FIGURA 3.13 MÉXICO: VARIACIÓN PORCENTUAL DEL PIB, 1994-2010

FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México.

En contraste, la gradual mejoría en las condiciones externas durante el segundo semestre de 2009 y, en particular, el restablecimiento de mayores niveles de actividad industrial en Estados Unidos, tuvo como consecuencia un repunte en las exportaciones manufactureras del país. Esto, en combinación con el desvanecimiento de los choques que habían afectado temporalmente a la economía en el segundo trimestre, condujo a que la actividad productiva mostrara una tendencia positiva durante la segunda mitad del año.

En lo que respecta a las cuentas externas del país, su evolución a lo largo de 2009 estuvo determinada en buena medida por el comportamiento que presentó la demanda externa y el gasto doméstico, así como por las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales. En efecto, a pesar de la importante contracción que registraron las exportaciones de bienes y servicios, tanto la balanza comercial, como la cuenta corriente, reportaron una reducción en sus saldos deficitarios durante el primer semestre del año (dichos saldos incluso fueron superavitarios en el segundo trimestre).

Esto último fue consecuencia de una reducción significativa de las importaciones de bienes y servicios, la cual a su vez reflejó tanto la contracción que mostró la demanda interna, como la reducción de las importaciones de insumos utilizados para la producción

de bienes de exportación. Posteriormente, la recuperación que exhibieron en el segundo semestre de 2009, tanto las exportaciones y la actividad productiva, como en menor grado los niveles de gasto interno, se reflejó en mayores importaciones de mercancías. No obstante, el repunte de las exportaciones en este periodo fue lo suficientemente importante como para conducir a que, a pesar de las mayores importaciones, los déficit de la balanza comercial y la cuenta corriente continuaran ubicándose en niveles moderados, si bien superiores a los saldos deficitarios del primer semestre. Para la totalidad del año, dichos déficit ascendieron a 4.7 y 5.2 miles de millones de dólares, respectivamente, lo cual equivale a 0.5 y 0.6% del PIB, en el mismo orden.

La economía del país, registró un crecimiento anual de 5.5% durante el 2010. Lo anterior, producto del crecimiento en los tres grandes grupos de actividades que lo integran; el PIB de las actividades secundarias mostró una alza de 6.1%, el de las primarias de 5.7% y el de las terciarias de 5% con respecto a 2009. Con cifras desestacionalizadas, el PIB creció 1.2% durante el cuarto trimestre de 2010 respecto al trimestre previo y en su comparación anual aumentó 4.6% frente al mismo trimestre de 2009.

Con base en cifras preliminares de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Desarrollo Rural, Pesca y Alimentación, el PIB de las actividades primarias, que incluyen al sector agricultura, ganadería, aprovechamiento forestal, pesca y caza, fue de 9.9% en términos reales y a tasa anual en el cuarto trimestre de 2010. Dicha cifra es reflejó la mayor producción de maíz en grano, mango, caña de azúcar, sorgo en grano, tomate rojo, maíz forrajero, cebada en grano, naranja, frijol, cebolla, sorgo forrajero, aguacate, trigo en grano y tomate verde, entre otros.

Las actividades secundarias, integradas por la minería; electricidad, agua y suministro de gas por ductos al consumidor final; construcción, e industrias manufactureras, registraron un incremento de 4.7% en el último trimestre del año pasado, respecto a igual trimestre de 2009. Las industrias manufactureras crecieron 6.0%; la construcción 4.3%; electricidad, agua y suministro de gas por ductos al consumidor final 3.4% y la minería avanzó 1.4% (la no petrolera aumentó 9.0%, mientras que la petrolera cayó 0.3%, en el cuarto trimestre).

Prácticamente todos los subsectores de las industrias manufactureras crecieron, principalmente fabricación de equipo de transporte; maquinaria y equipo; industria

alimentaria; productos metálicos; productos a base de minerales no metálicos; industrias metálicas básicas; equipo de generación eléctrica y aparatos y accesorios eléctricos; industria del plástico y del hule; y muebles y productos relacionados. Finalmente, las actividades terciarias registraron un crecimiento de 4.2% a tasa anual durante el cuarto trimestre de 2010 y destacaron el comercio, y los servicios financieros y de seguros con un avance de 9.5% cada uno.

Estas actividades aumentaron 4.2% a tasa anual durante el cuarto trimestre de 2010. Destacaron por su contribución a dicha variación el PIB del comercio y de los servicios financieros y de seguros con un avance de 9.5% de manera individual. Les siguieron los incrementos reportados en los servicios de información en medios masivos con 6.7%; transportes, correos y almacenamiento 3.1%; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles 1.6%; servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos y servicios de remediación 2.9%; otros servicios excepto actividades del gobierno 2.8%, y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas 2.6%.

El subconjunto de la nueva economía industrializada, había usado solo el 17% del petróleo mundial disponible en 1998, pero su consumo se ha incrementado en un 69% desde entonces. Particularmente por los mas de 1300 millones de habitantes chinos. China tiene un componente de consumo anual de 6.3% desde 1998, a este ritmo para la siguiente década tendría un consumo equivalente al de Estados Unidos al día de hoy y para 2030 consumiría el triple de lo que consume hoy Estados Unidos.

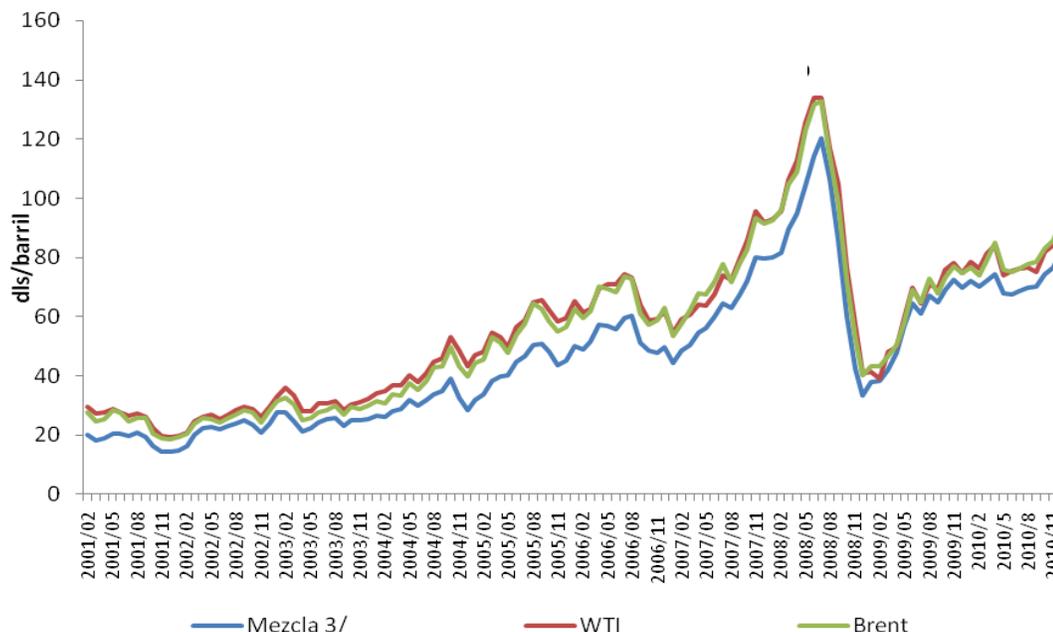
PRECIOS DEL PETRÓLEO

Durante la crisis asiática, que duró un periodo relativamente corto de tiempo, hizo un punto de inflexión en el consumo de petróleo a nivel mundial, a finales de 1999 el consumo tuvo un fuerte crecimiento y, a finales de ese mismo año, el precio del crudo había regresado a niveles de 1997. El precio de la mezcla de referencia (West Texas Intermediate), continuó ascendiendo alcanzando un 38% de aumento en su precio entre noviembre de 1999 y el siguiente noviembre, para despues iniciar con un descenso ante la rescesión que empezó en marzo de 2001.

En 2003, una huelga general en Venezuela en diciembre de 2002 y enero de 2003, redujo en 2.1 millones de barriles diarios la producción mundial de petróleo. Este

precedente fue seguido de la invasión de Estados Unidos a Iraq, lo cual le redujo otra cantidad similar de 2.2 millones de barriles diarios entre abril y junio de 2003. Esas fueron las características exógenas debido a los conflictos geopolíticos. La oferta en el mercado global, por consiguiente, se redujo; los precios del crudo iniciaron su ascendencia.

FIGURA 3.14 PRECIOS DEL PETRÓLEO



FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México.

El crecimiento económico global en 2004 y 2005 fue impresionante, impulsado por los mercados emergentes (BRIC: Brasil, Rusia, India, china), ya que el producto creció de manera anual a 4.7%. Esta recuperación impulsó la demanda de crudo para aumentar su crecimiento en 5 millones de barriles diarios o 3% por año. No obstante a principios de 2006, ese fuerte crecimiento se ve disminuido sin que su descenso de debiera, como el la mayoría de los casos pasados, a una razón geopolítica.

Si bien los conflictos locales que siempre han permanecido en Iraq y Nigeria fueron variables para el descenso del precio del crudo, las mas importantes se debieron a la disminucion de la capacidad productiva de importantes pozos petroleros a nivel global. La produccion del Mar del Norte, en Noruega aportó el 8% de la producción mundial en 2001, mientras que para 2007, su producción disminuyó en 2 millones de barriles diarios.

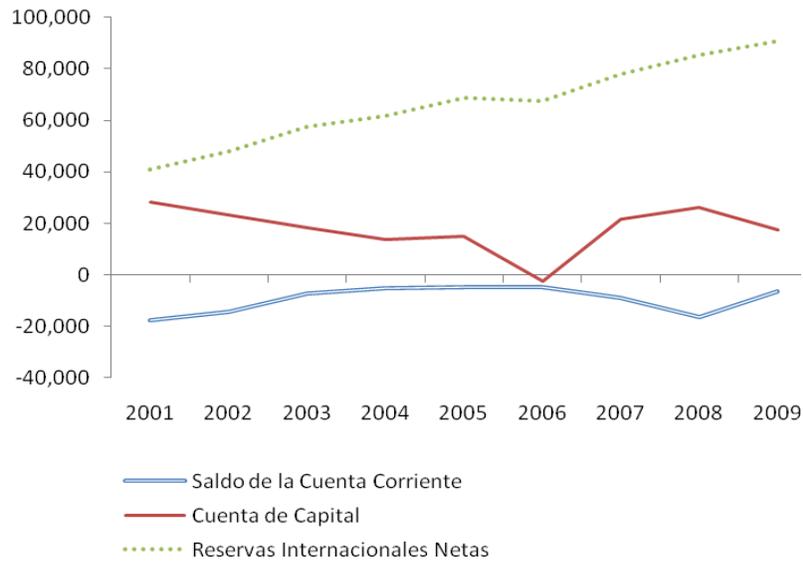
El yacimiento de Cantarell, en México, el cual había sido recientemente el segundo campo petrolero de mayor producción a nivel mundial, declinó su producción entre 2005 y 2008 en 1 millón de barriles diarios. Por su parte, Indonesia miembro de la OPEP (Organization of Petroleum Exporting Countries) alcanzó su producción máxima en 1998 para mantener en la actualidad un déficit de petróleo.

Pero el país mas importante en los últimos años ha sido sin duda, Arabia Saudita, quién en 2005 representó el 13% de la producción mundial, y su importancia seguirá creciendo, a pesar de que en 2007 dejaron de producir 850 mil barriles por día de lo que generaban en 2005. La elasticidad del precio de la demanda de crudo a corto plazo no había sido tan alta, por lo que una de sus consecuencias fue precios elevados para contener la demanda.

Un cambio drástico en la demanda enfrentó un crecimiento limitado de oferta, entre 2005 y 2008, lo que llevó al precio del petróleo a máximos históricos, también se debió en gran medida por las utilidades negativas (ex post) de las tasas de interés reales en agosto de 2007 y las grandes sumas de inversión en dólares en los mercados de futuros y commodities construyeron una burbuja especulativa en el precio del petróleo y otros commodities. Independientemente de las causas, el precio máximo que alcanzó el WTI el 11 de julio de 2008 al cotizar en 146.90 dólares y el Brent del Mar del Norte en 147.25 dólares los mercados internacionales, registrando el precio mas alto en la historia de la postguerra.

BALANZA DE PAGOS

El análisis de la balanza de pagos involucra las variables de los ingresos y los egresos del país lo que resulta sumamente importante para el diagnóstico del impacto de la crisis hipotecaria de Estados Unidos en los tres ultimos años. Si bien es cierto que la desaceleración de la actividad económica de nuestro principal socio comercial tuvo la incidencia mas grave sobre nuestras exportaciones, los datos que arrojan la cuenta corriente y de capital, nos indica la tendencia inversa y confirma la dependencia directa entre ambas variables. Contrastándolas con la variación de las reservas internacionales netas podemos identificar el resultado de las políticas anticíclicas que se implementaron después de la crisis, pero sobre todo de las medidas que se venían adoptando como respuestas a las crisis domésticas de las que habíamos padecido en la historia económica reciente.

FIGURA 3.15 BALANZA DE PAGOS

FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México.

La figura previa, muestra la evolución favorable de las reservas internacionales, las cuales funcionan como un autoseguro ante cualquier deterioro de los flujos comerciales o de la balanza de pagos. La mayor parte de las reservas internacionales están constituidas por oro y por inversiones en divisas. Ante el deterioro del tipo de cambio, como efecto de la crisis, en los últimos años las reservas internacionales han sido fuente de las subastas de dólares con el fin de contener el tipo de cambio. El aumento favorable de las reservas puede explicarse, entre otros factores, del aumento del precio del petróleo.

Se refleja que el déficit de la cuenta corriente pasó de 15.5 mil millones de dólares en 2008 a 22,742.2 millones de dólares en 2009. Ello como resultado principalmente del menor superávit en la balanza comercial petrolera de nuestro país debido a un menor precio internacional del energético. En términos de los demás componentes de la cuenta corriente, se observó lo siguiente:

- El déficit en la balanza comercial debido a que existe una estrecha relación entre las exportaciones no petroleras y las importaciones de bienes intermedios, y también a causa del efecto que tuvo sobre otras importaciones un tipo de cambio real más depreciado.

- Una reducción en las transferencias, principalmente remesas, debido a un deterioro en las condiciones económicas que enfrentan los trabajadores mexicanos en Estados Unidos.
- Una mejora en la balanza de servicios que compensó la reducción en las transferencias y el ligero deterioro en la balanza comercial no petrolera. Ello como resultado de menores erogaciones en seguros, fletes y otros servicios relacionados con transporte, y menores servicios factoriales asociados a las utilidades del capital extranjero empleado en nuestro país.

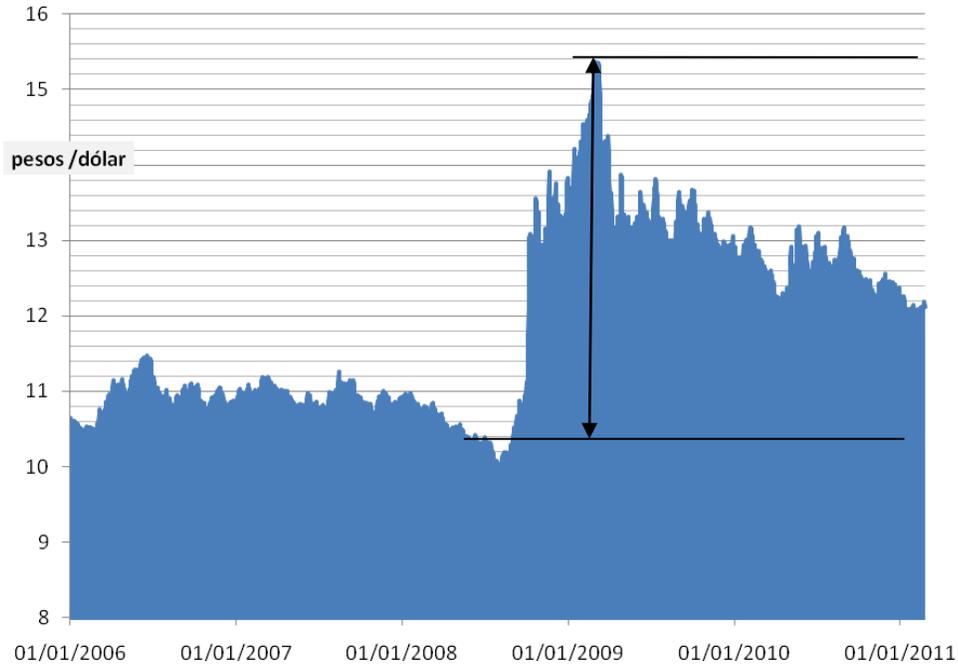
El superávit de la cuenta de capital para 2009 se incrementó de 21 en 2008 a 27.5 millones de dólares, debido a los ingresos que recibió del sector público asociados a la cobertura petrolera por 9.2 millones de dólares, así como a un cambio en el financiamiento del sector público proveniente de los bancos multilaterales de desarrollo por 13.8 millones de dólares.

La siguiente variable a considerar en el presente análisis corresponde a una correlación del rendimiento neto de los cetes (certificados de la tesorería) y el valor del tipo de cambio. Lo anterior se desglosa de la evolución en los rendimientos en el mercado de deuda mexicano, en donde la estabilidad presenta una correlación directa de bajar la tasa de rendimiento como función directa de la tasa de inflación, de las finanzas públicas y del tipo de cambio.

La tasa de interés de los cetes como función del tipo de cambio, después de haberse mantenido constante, dio un salto abrupto ante las circunstancias de la crisis y de la alta exposición al riesgo que, inherentemente, presentaba el país. Uno de los principales problemas que enfrentaron las empresas mexicanas durante la crisis, fue de dos características. Primero tuvieron que enfrentar el elevado tipo de cambio que se disparó en pocos días en 2008, teniendo que hacer frente a sus obligaciones de manera proporcional a la que el tipo de cambio subió; aunado a esto, las tasas de corto plazo, como los cetes a 28 días disminuían su rendimiento al paso de la crisis, el margen que presentaban las empresas se volvió un círculo vicioso.

Las consecuencias terminaron de profundizar la recesión hasta principios de 2009 en donde la economía presentó síntomas de recuperación, consecuencia lógica de una crisis inmediata.

FIGURA 3.16 TIPO DE CAMBIO FIX



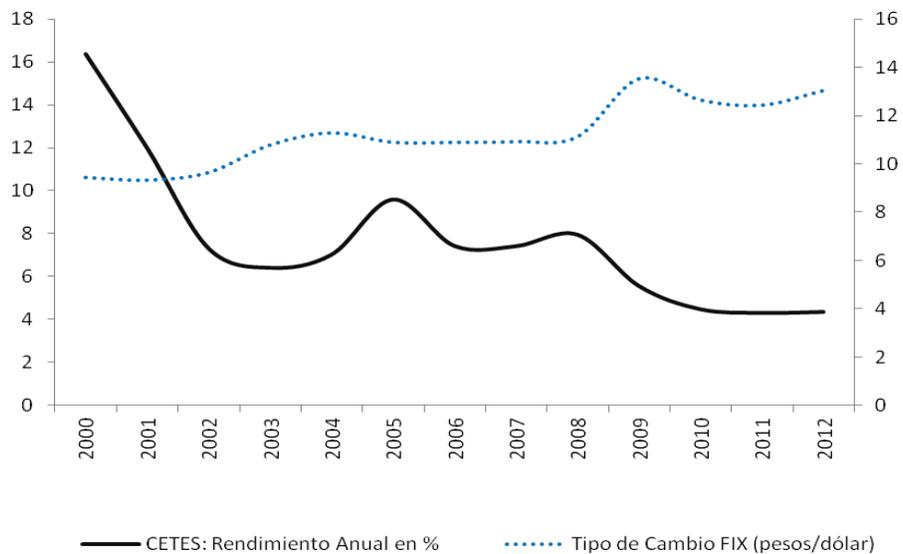
FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México.

Para el caso específico del tipo de cambio, esta variable está en función directa de la inflación, de la cuenta corriente y de la cuenta de capital. De acuerdo con el gráfico previo, hasta 2008 las políticas monetarias implementadas para controlar el tipo de cambio habían dado resultados, ya que durante cinco años, estuvo por debajo de los 12 pesos por dólar, sin embargo a mediados de 2008, la crisis hipotecaria *subprime* presionó el valor de tipo de cambio, llevando a una depreciación de 26% entre marzo de 2008 y marzo de 2009, la brecha más grande en el proceso de depreciación durante la crisis. Las políticas monetarias y de carácter cambiario que adoptó el Banco de México de manera conjunta con la SHCP, se centraron en contener tal depreciación saliendo al mercado y subastando sumas grandes de dólares y esterilizando la economía doméstica.

A lo largo de 2009, la comisión de cambios de la SHCP revisó sus proyecciones ajustando el valor del tipo de cambio y concluyendo que México no tenía problemas en financiar el déficit de la cuenta corriente, de la misma forma se establecieron mecanismos para proveer de liquidez al mercado, durante todo el 2009 el monto de la venta de dólares al mercado ascendieron a 16,246 millones de dólares.

Aparte de estas medidas fundamentales se implementaron otros mecanismos complementarios que coadyuvaron a la estabilidad del tipo de cambio como la obtención de una línea de crédito por parte del FMI por 31,528 millones de derechos especiales de giro (47 millones de dólares), con ello se buscó garantizar la liquidez en el mercado al utilizar este crédito como reservas extraordinarias en caso de necesitarlo. Por otro lado, el Banco de México adoptó un instrumento nuevo de intercambio de divisas de manera conjunta con la Reserva Federal, denominado línea Swap, el cual fue una subasta de crédito en dólares.

FIGURA 3.17 TASA DE RENDIMIENTO DE CETES VS. TIPO DE CAMBIO, 2000-2011



FUENTE:Elaboración propia con datos de Banco de México.

La siguiente variable importante a considerar en la presente tesis, es el rendimiento de los certificados de la tesorería (cetes), el cual es un importante indicador que, al igual que la tasa de referencia y la tasa de fondeo, permite estimar el valor de los rendimientos de los instrumentos de deuda y, con ello, inferir en el nivel de inversión tanto extranjera como doméstica.

De acuerdo con el gráfico anterior, la disparidad entre el rendimiento de los cetes y el tipo de cambio, permite visualizar la relación inversa entre ambas variables, lo cual es lógico, ya que al aumentar el tipo de cambio, el rendimiento en inversiones de renta fija disminuye. A finales de 2010, el rendimiento nominal de cetes llegó prácticamente a

cero, resultado también de las bajas tasas de interés que el Banco de México ha mantenido desde 2009 en 4.5 puntos. Una de las cosas que buscan los inversionistas al invertir en valores de renta fija, son oportunidades de arbitraje, lo cual se consigue al utilizar los márgenes diferenciales entre las distintas tasas de diferentes mercados.

3.4 SITUACIÓN DE LAS EMPRESAS MEXICANAS DURANTE LA CRISIS

Las decisiones de financiamiento son influidas por las variaciones de las tasas de interés, de los tipos de cambio, así como los requisitos exigidos a las empresas por las instituciones crediticias en términos de liquidez y solvencia de las compañías, para cumplir con los pagos periódicos de capital e interés en la amortización de los créditos, entre otros factores.

Las tasas de interés y los tipos de cambio han sufrido variaciones considerables como consecuencia de la crisis hipotecaria de Estados Unidos, principalmente en lo que se refiere a los tipos de cambio, pues el precio del dólar aumentó, alrededor de 16 pesos por dólar.

Cuando una empresa se financia, la tasa de interés es el precio del dinero que utiliza. De manera lógica, si en un mercado hay mayor riesgo financiero que puede involucrar el riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez, riesgo de contagio, riesgo legal, el precio del dinero, esto es, la tasa de interés es más alta que en aquellos mercados en los que existe un riesgo mínimo. En consecuencia, la tasa de interés en México es más alta que en Estados Unidos. El diferencial de tasas de interés permite a las empresas globales buscar mejores precios de financiamiento; empresas mexicanas solicitaron créditos a menor tasa de la que hubieran pagado en México, la desventaja que presenta cualquier empresa que adquiere créditos en Estados Unidos es que su línea de crédito esta denominada en dólares, adquiriendo un riesgo fundamental, el riesgo cambiario.

Los principales usuarios de los instrumentos antes mencionados son las empresas importadoras y exportadoras. Las primeras normalmente liquidan sus operaciones en divisa estadounidense, y tiene las siguientes alternativas: *a)* comprar los instrumentos desde el momento que contraen la obligación de pagar en dólares; *b)* comprarlos un poco antes de que realice el pago y; *c)* comprar un contrato de futuros sobre dólar en Mexder o, algún otro mercado de futuros, con la ventaja de que sólo tiene que desembolsar un

pequeño porcentaje del valor total de la operación y, establecer el tipo de cambio con el cual va a comprar. Para el exportador que recibe divisas extranjeras existe el riesgo que al convertirlos a moneda nacional, la paridad sea menor y con ello tener pérdidas.

Los usuarios de crédito también usan dichos instrumentos para asegurar los niveles de las tasas de interés que habrán de pagar por los créditos y el precio de las divisas extranjeras (en el caso de los créditos obtenidos en el extranjero). Los principales instrumentos para estos agentes son las tasas de interés (Cetes a plazo, para el caso de México) así como contratos de dólares y euros.

Los principales riesgos en el costo de financiamiento, son el aumento del precio de las divisas en las que se debe pagar los créditos y el aumento de las tasas de interés. El objetivo de los instrumentos financieros derivados, en el costo de financiamiento de las empresas, es asegurar el precio de las divisas para los créditos contratados en moneda extranjera, en tanto existen riesgos relacionados a la devaluación del peso mexicano respecto a las divisas extranjeras (dólar, euro, libra esterlina) y, por otra parte deben asegurar el valor de la tasa de interés que habrá de pagarse por los créditos.

FIGURA 3.18 USO DE DERIVADOS POR EMPRESAS MEXICANAS, 2008

Empresa	Instrumento	Cobertura
BIMBO	swaps, futuros	tasas de interés, divisas, commodities
GMODELO	swaps OTC	divisas, commodities
HERDEZ	futuros, forwards	divisas, commodities
GRUMA	forwards	commodities
GMODERN	swaps	tasas de interés
AUTLAN	forwards, opciones	tipo de cambio, commodities
CABLE	swaps	tasas de interés, inflación, tipo de cambio
COMERCI	OTC	tasas de interés, tipo de cambio
GEUPEC	swaps	pasivos a futuro
ICH	swaps	commodities
MEXCHEM	swaps	commodities, tasas de interés, tipo de cambio
PE&OLES	forwards, swaps, opciones	commodities, tipo de cambio, tasas de interés
SAN LUIS	OTC	commodities
SIMEC	swaps	commodities
VITRO	swaps, opciones	commodities

FUENTE: <<http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/pdfs/361/08joseantoniomorales.pdf>>.

La crisis hipotecaria iniciada en Estados Unidos a finales del año 2007, provocó el incremento de varios de los insumos que utilizan las empresas, principalmente las materias primas (maíz, trigo, cebada, etcétera) y los insumos que se usan en el proceso productivo, entre ellos el gas. Por otra parte disminuyeron los precios de sus productos, generando una caída en las utilidades de las compañías, particularmente, las que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, como se muestra en el cuadro previo. De las 130 empresas que cotizaban en el año 2008, se seleccionaron 19 empresas que si usaron los instrumentos financieros derivados. Se presentan previamente los principales instrumentos financieros derivados, utilizados por las empresas para el manejo de los diversos riesgos.

La especulación se define como la compra venta de títulos valor, que al aprovechar las fluctuaciones de precios, genera beneficios de corto plazo superiores a los normales, pero con altos riesgos. Entre el año 2002 y agosto de 2008, el precio del dólar se había mantenido en niveles cercanos a los 11 pesos por dólar.

Con estas expectativas, algunas empresas mexicanas compraron instrumentos financieros derivados sobre el tipo de cambio del dólar, entre ellos contratos de futuros y forwards. Por ejemplo, se estipuló el derecho de vender dólares al precio de 12.00 pesos por dólar, los compradores de contratos de futuros cortos tenían el derecho y obligación de vender dólares a ese precio, independientemente de los precios spot de dólares, y mientras el precio del dólar fuera menor a 12, se traducía en utilidad, dado que podían comprar los dólares en el mercado spot a precios menores de 12 pesos y venderlos a 12 pesos por dólar. Ello generaría utilidades siempre y cuando el precio del dólar se mantuviera por debajo a los 12. El cuadro siguiente muestra las empresas que tuvieron una mayor pérdida por el uso de cobertura sobre el tipo de cambio.

Las utilidades fueron resultado de poder comprar dólares a precios menores de 12 pesos, por ejemplo a 10 y venderse a 12, teniendo un diferencial de ganancia, en este caso, de 2 pesos. Por el contrario, si los precios aumentan por arriba de 12 pesos, se genera pérdida. Cuando el precio del dólar alcanzó el nivel de 15 pesos por dólar, se tenían que comprar los dólares en el mercado spot a 15 y venderse a 12 pesos, lo cual se tradujo en pérdidas de 3 pesos por cada dólar. En Mexder, cada contrato de futuros ampara 10,000 dólares, lo que significa que, para un precio spot de 10 pesos, pese a que la utilidad fue de 20,000 pesos. En contraste, cuando el precio spot alcanzó el precio de

16 pesos, la pérdida fue de 4 pesos por dólar y, por contrato, en Mexder de 40,000 pesos.

FIGURA 3.19 DEUDAS DE EMPRESAS POR EL USO DE DERIVADOS, A JUNIO DE 2008

Empresa	Deuda neta mdd	Activo total mdd	Deuda neta/EBITDA3
Cemex1	16,46.0	49,287.80	3.6x
América Móvil2	8,240.1	34,627.20	0.6x
Telmex1	7,475.5	16,021.40	1.2x
FEMSA2	3,174.7	16,717.20	1.1x
Alfa1	1,893.9	9,459.90	1.9x
Vitro2	1,380.2	3,031.40	3.9x
AHMSA2	1,172.0	4,584.80	1.3x
Soriana2	1,140.6	6,389.80	1.9x
IDEAL2	964.5	2,469.20	7.7x
Iusacell 1	935.7	1,574.70	4.4x
Grupo Carso2	916.1	8,498.70	0.9x
Grupo Lamosa2	830.9	1,545.00	5.5x

Notas: 1Información a sep. 08; 2Información a jun. 08; 3Valores de 12 meses al cierre.
FUENTE: Economática.

La especulación con los instrumentos financieros derivados se fundamentó en suponer que el precio del dólar permanecería en niveles menores a los que permitían vender los contratos de futuros adquiridos. Las empresas mexicanas terminaron con pérdidas por encima de 2,500 millones de dólares, siendo el caso de Cemex, Alfa, Bachoco, y la más afectada, Comercial Mexicana. Según las fuentes de estos autores algunas empresas usaban su tesorería para obtener utilidades en los mercados cambiarios apostando al precio del euro y del dólar²⁵.

Las causas de la especulación fueron el uso de los contratos derivados sin atender las consideraciones básicas de gobierno corporativo. La falta de visión de los administradores financieros de las empresas no tenían contemplada la posibilidad de movimiento del precio del dólar y el euro; es decir, no había diferentes escenarios en la

²⁵ Véase Ramírez, Vázquez y Bello; en Expansión del 23 de noviembre de 2008. Los autores señalan que las empresas involucradas, siempre argumentaron cobertura sobre los riesgos en insumos o energéticos; sin embargo, en palabras de Guillermo Ortiz, Gobernador del Banco de México en aquél momento, los derivados se convirtieron en un casino.

Los derivados son instrumentos financieros cuyo valor depende o deriva del valor de un bien (financiero o no financiero) existente en el mercado como el dólar, tasas de interés o acciones y en otros países, cubren desde maíz hasta gas natural.

administración de las empresas a fin de neutralizar pérdidas por incremento en los precios de las divisas.

Una medida para evitar la especulación vía derivados, es obligar que las empresas informen a los mercados financieros de sus inversiones en instrumentos derivados. Con base en dicho objetivo, se adicionó una fracción al artículo 104 de la Ley del Mercado de Valores en México, la cual señala que, las emisoras con valores inscritos en el registro estarán obligadas a presentar a la comisión y a la bolsa en la que listen sus valores, la información relevante para su difusión inmediata al público, mediante los reportes correspondientes. La depreciación del peso y la baja de los energéticos provocaron que las empresas reconocieran pérdidas al reevaluar sus posiciones en derivados.

FIGURA 3.20 PÉRDIDA DE LAS EMPRESAS MÁS AFECTADAS POR EL USO DE DERIVADOS

Empresa	Pérdida en mdd	% de sus activos
Comercial Mexicana	1,080	25
Gruma	684	18.2
Vitro	227	7.5
Alfa	191	2
Bachoco	50	2.6
Grupo Industrial Saltillo	49	4.5
Autlán	40	9.2
Grupo Posadas	38	3

FUENTE: BMV, Banamex Accival, Fitch Ratings.

De las empresas mexicanas que tuvieron un alto grado de exposición al riesgo en productos derivados, seis tuvieron pérdidas notables que, en muchos casos, los llevó a procesos de concursos mercantiles, tales casos son las descritas en el cuadro anterior; destacando los 1,080 millones dólares que perdió Comercial mexicana y que llevó a concurso mercantil a finales de 2008, su pérdida representó 25% de sus activos. La generalidad de estas empresas fue la especulación de divisas, contratando futuros del peso a corto plazo esperando que el tipo de cambio bajara para recuperar las pérdidas y mantener su posición rápidamente, el mercado con el estrés de la crisis en Estados Unidos, obligó a que el tipo de cambio se saliera de control, aumentando al paso de los

días durante finales de 2008 y principios de 2009, ello obligó a las autoridades monetarias a realizar subastas diarias por 400 millones de dólares.

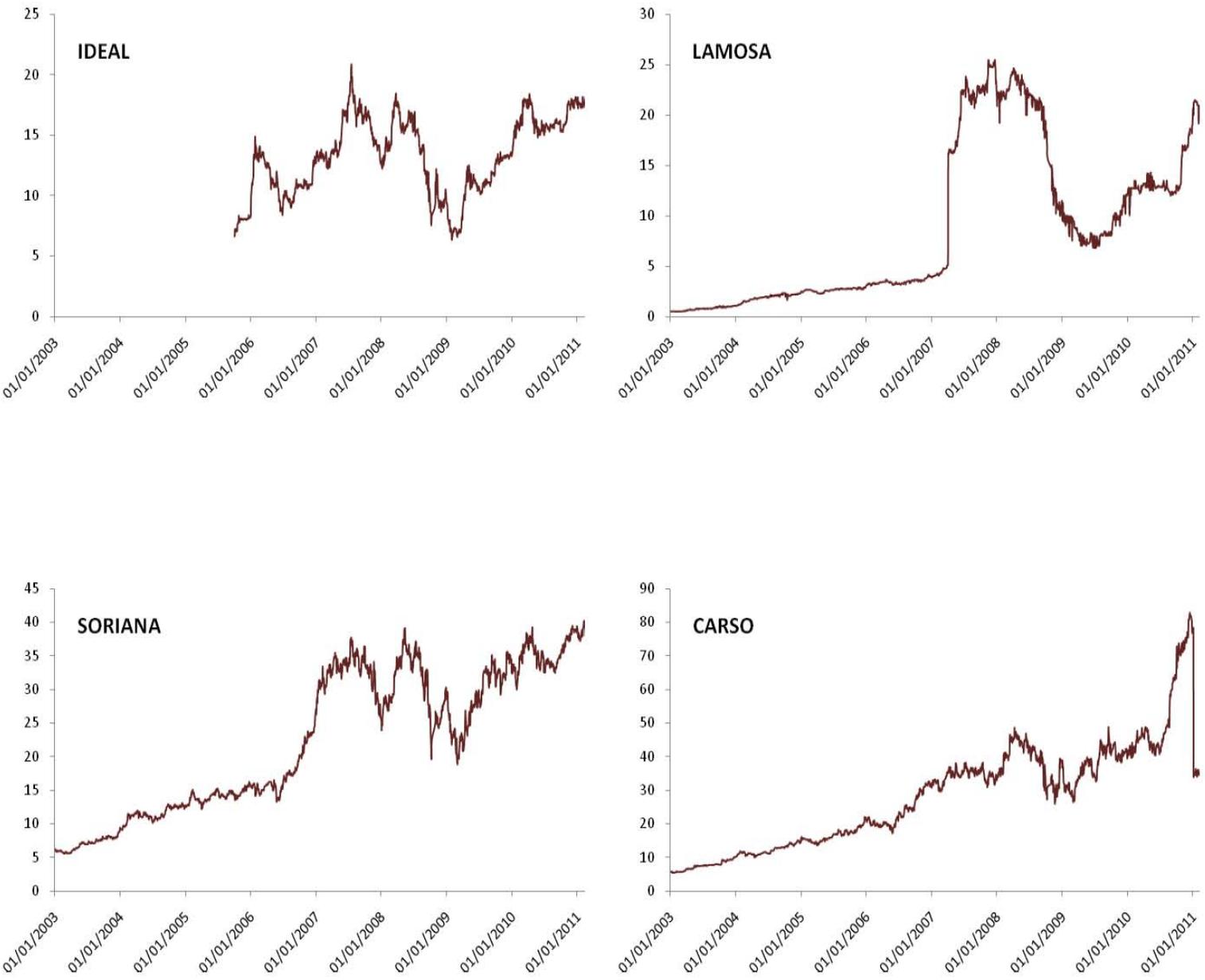
A continuación se presentan las gráficas de las empresas que cotizan en bolsa, cuyas pérdidas fueron significativas, dado la especulación y riesgos de los que formaron parte en el periodo de crisis en nuestro país. De la misma forma, se señala mediante una franja, el periodo en el cual registraron la mayor caída en los precios de cierre (ya ajustados), coincidiendo en los periodos de alta depreciación del peso, de alta incertidumbre por parte del mercado y de intervenciones inmediatas por parte de la banca central para evitar el colapso del tipo de cambio y su incidencia en mayor grado sobre la economía real.

²⁶De lo anterior, podemos deducir factores que deben tomarse en cuenta al momento de generar contratos con productos derivados, tales como:

1. Las empresas no deben especular con su capital, salvo que su consejo de administración así lo decida, bajo su propio riesgo.
2. Quienes decidan realizar operaciones con derivados o cualquier otro instrumento financiero deben tener la cultura financiera necesaria, no pueden ser los directores o tesoreros de la empresa sin que el consejo de administración lo autorice.
3. Los bancos encargados de las operaciones analizan y proponen, pero es la empresa la que decide y administra los riesgos. Las empresas tienen muy poca influencia en los hechos como una abrupta depreciación del peso.
4. Las empresas calificadoras deben reforzar sus instrumentos de análisis y exigir por medio de la autoridad reguladora mayor información.
5. Las autoridades reguladoras tienen que ser más estrictas en los requisitos de información de las empresas públicas.
6. Las empresas deben contratar derivados como un seguro contra la volatilidad del tipo de cambio o de tasas de interés, más no como un negocio dentro de su negocio principal.

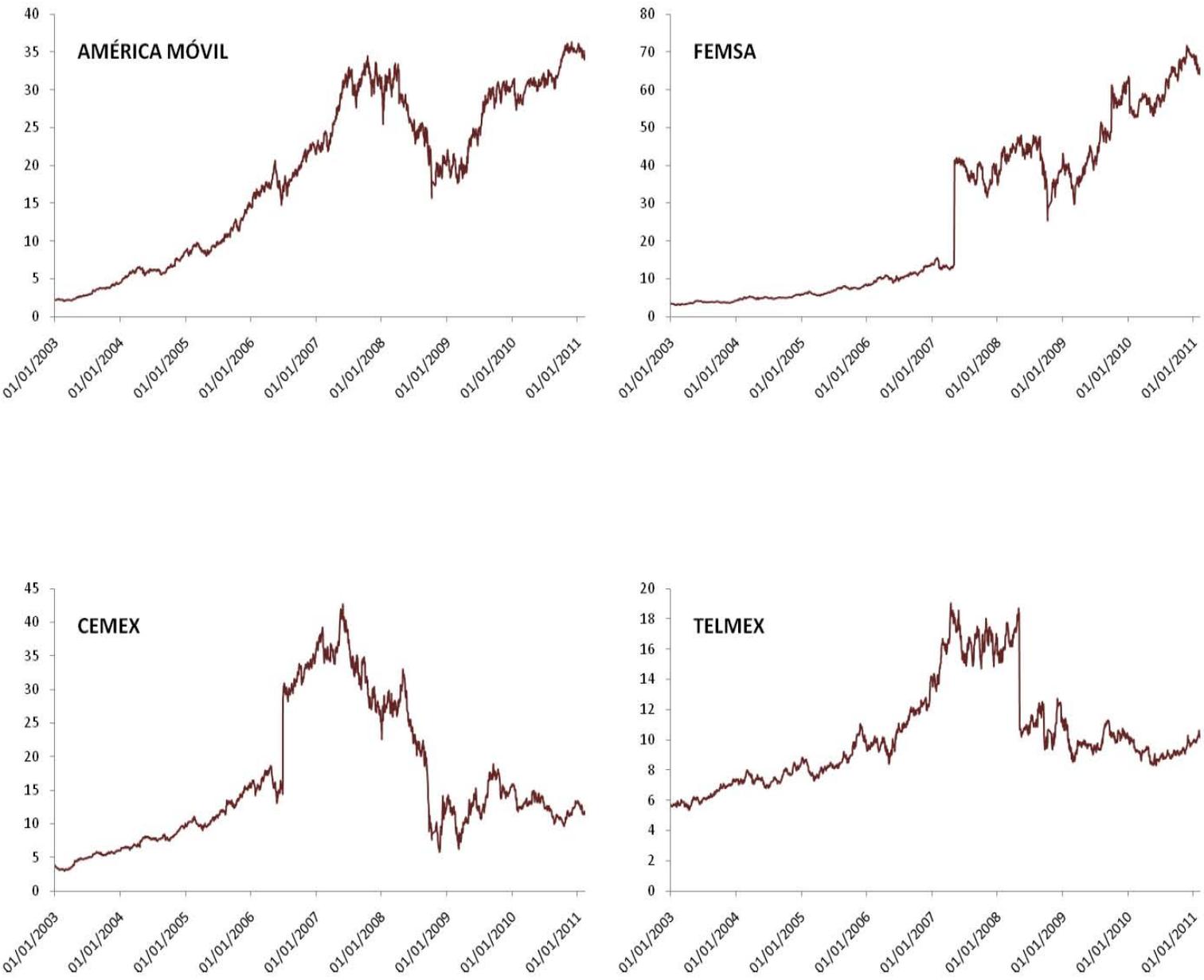
²⁶Véase J.M. Martínez, en *Expansión* del 17 de Octubre de 2008, Los 6 errores en el Manejo de Derivados. El autor J.M. Martínez realizó la entrevista al especialista en derivados Alfonso Infante del Grupo Financiero Monex.

FIGURA 3.21 COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE LAS PRINCIPALES EMISORAS QUE INCURRIERON EN PÉRDIDAS POR EL USO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS



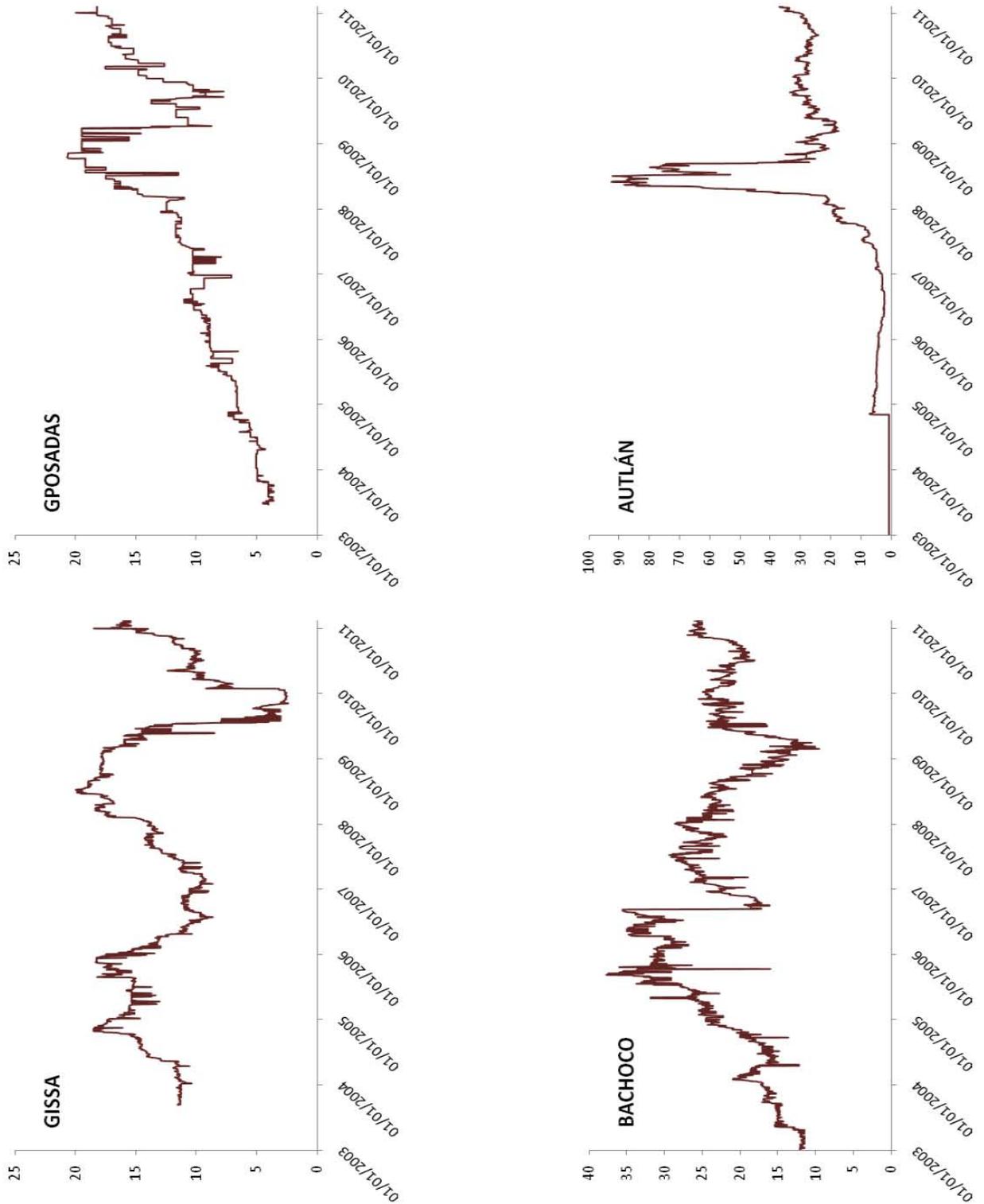
FUENTE: Elaboración propia con datos de la BMV y de Accival

FIGURA 3.21 COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE LAS PRINCIPALES EMISORAS QUE INCURRIERON EN PÉRDIDAS POR EL USO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS



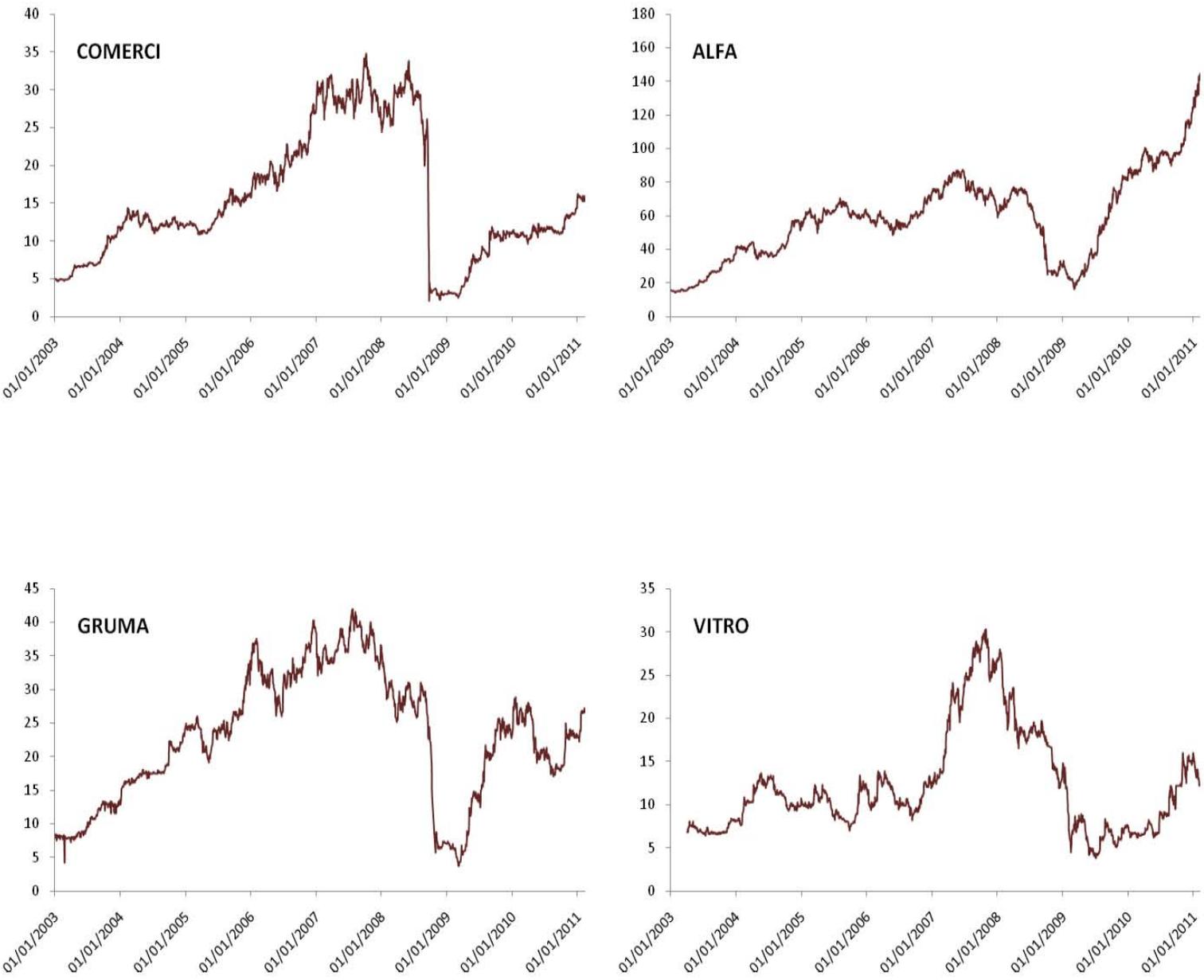
FUENTE: Elaboración propia con datos de la BMV y de Accival

FIGURA 3.21 COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE LAS PRINCIPALES EMISORAS QUE INCURRIERON EN PÉRDIDAS POR EL USO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS



FUENTE: Elaboración propia con datos de la BMV y de Accival

FIGURA 3.21 COMPORTAMIENTO DE LAS ACCIONES DE LAS PRINCIPALES EMISORAS QUE INCURRIERON EN PÉRDIDAS POR EL USO DE INSTRUMENTOS DERIVADOS



FUENTE: Elaboración propia con datos de la BMV y de Accival

A finales de 2010 se observó cierta mejora en el consumo interno, la cual deberá ser reflejada en cifras de empresas comerciales y departamentales favorecidas por la temporada de alto consumo. Mientras que los corporativos relacionados con materias primas internacionales como las mineras (*commodities*), seguirán manteniendo buenos crecimientos en sus comparativos anuales gracias a la demanda de estos productos.

Durante el cuarto trimestre de 2010 el peso se apreció 2.1% frente al dólar, por lo que las empresas con deuda en dólares tuvieron un efecto favorable; obteniendo ganancias cambiarias o menores pérdidas en cambios. Para las compañías que cotizan en la BMV, en general, a inicios de 2011 reportaron datos positivos, apoyados por la recuperación de la economía, particularmente en el caso del consumo y del aumento en el precio de los *commodities*.

Las consecuencias de la crisis financiera internacional han deprimido la economía global, la creación de nuevos productos financieros han desarrollado la complejidad de un sistema financiero globalizado, el riesgo de contagio se ha incrementado sustancialmente. La legislación presente en México en los últimos años ha estado sustentada en las experiencias domésticas, si bien en el mundo, los gobiernos no estaban preparados para enfrentar una crisis de importación, en México se actuó de manera responsable evitando consecuencias similares a las que se habían presentado en crisis anteriores, al menos en la macroeconomía.

Las instituciones financieras reguladoras en nuestro país tomaron diversas medidas para la contención de la depresión económica, no obstante la caída fue inevitable, las cifras macroeconómicas muestran el mal desempeño de nuestra economía respecto a los últimos años, pero se resalta la fortaleza mostrada debido al estrecho intercambio comercial con Estados Unidos y ello, en relación con economías de cuya variable no está estrechamente correlacionada. No obstante, la situación de competitividad en el sistema financiero nacional continúa en una profunda situación de oligopolio y de ausencia de regulación, sobre todo en temas que han sido producto de la ingeniería financiera. Instrumentos como opciones, futuros, swaps; se han mantenido fuera de la legislación financiera nacional, teniendo una evolución de carácter imprecisa.

Uno de los principales problemas de los que aqueja a la economía nacional, es la insuficiencia de recaudación fiscal. Las propuestas que se han hecho de reformas

tributarias implican la extensión de la base gravable y el aumento de la proporción de los valores de cuotas impositivas, sumando la ampliación de los productos de carácter gravable; esto es, productos de la canasta básica de nuestro país. Cualquier propuesta de reforma tributaria debe incluir la ampliación de la base gravable, abarcando los sectores fuera de toda regulación hasta el momento, el mercado bursátil. Las dependencias encargadas de ello, deben ejercer sus facultades e implementar regímenes fiscales a las ganancias de capital en nuestro país.

Schumpeter acertadamente introdujo en su análisis de desarrollo económico, la destrucción creadora, como constante y mal necesario para mantener las utilidades cada vez crecientes de aquellos sectores específicos que resultan ganadores ante la presencia de cualquier crisis financiera. Vinculados siempre a los factores esenciales de producción: tierra, trabajo y capital, y tecnología. La extrapolación de sus análisis engloba cualquier proceso, primero de desarrollo y posteriormente de crecimiento económico. De los tres factores de producción, es la tecnología lo que ha diferenciado sustancialmente las economías industriales de las emergentes.

Siendo las guerras y las revoluciones, los motores de arranque para la destrucción de lo viejo y la introducción de lo nuevo en los mercados, ahora también y principalmente, financieros. La principal consecuencia que se tuvo de la crisis hipotecaria no fue el contagio a través de los mismos productos e instrumentos financieros que la desataron en Estados Unidos, los créditos a la vivienda no fue el vínculo de contagio ni la variable principal que afectó nuestra economía, como era de esperarse. Las consecuencias más importantes llegaron a través de la depreciación del tipo de cambio, como consecuencia inmediata de la especulación de las empresas que, dadas sus características de producción, salieron del campo de la cobertura propiamente de los instrumentos derivados a la especulación, como generadora de ganancias de capital inmediata y de fácil conversión.

Para las finanzas públicas, ello no representó un problema directo, ya que si bien, los montos de pérdida fueron excesivos como se muestra en el tema correspondiente; el hecho de que la captación fiscal de empresas como Cemex, Gruma, Vitro o cualquier otra de las analizadas, sea bajo por motivos de elusión, evasión o deducción de impuestos, solo sirvió de referencia para seguir la trayectoria de contagio y aumentar las consecuencias finales. Las empresas que realmente resintieron en mayor proporción los

efectos de la crisis fueron las pequeñas y medianas empresas, esto fue el verdadero motivo del que se desprendió la contracción económica de México.

Los indicadores de empleo, inflación, salarios, tipo de cambio, finanzas públicas, tasas de interés, e indicadores bursátiles; estuvieron siempre en función principal del desempeño de este sector. Como ya hemos visto, su importancia es del 52% del PIB, su desempeño genera las mayores consecuencias en la economía real, generando un efecto de arrastre en todos los sectores y modificando el valor de los indicadores en mayor proporción, incluso que el petróleo.

CAPÍTULO 4 EL SISTEMA BURSÁTIL MEXICANO

El sistema bursátil mexicano es importante en la región latinoamericana, superado por el mercado de España (Ibex 35) y recientemente por el brasileño (Bovespa), ambos en relación al volumen de operaciones realizadas diariamente. El mercado bursátil chileno es similar al mexicano en estas condiciones, sin embargo nuestra preponderancia descansa en el volumen de operaciones hechas con Estados Unidos, lo que le da mayor valor de mercado. Actualmente el IPC, principal índice en México, está compuesto por una muestra de 35 empresas²⁷ vigentes de septiembre de 2011 a agosto de 2012.

Los sectores que lo integran son 10: energía, materiales, industrial, servicios y bienes de consumo no básico, productos de consumo frecuente, salud, servicios financieros, tecnologías de la información, servicios de telecomunicaciones, servicios públicos. De los cuales, tres sectores no tienen emisoras listadas aún: energía, tecnologías de la información y servicios públicos.

Con esta nueva clasificación se pretende actualizar e incorporar emisoras, hasta en la actualidad, restringidas de esta vía de financiamiento, incluyendo empresas paraestatales como Petróleos Mexicanos y Comisión Federal de Electricidad; dada la reciente reforma energética, la cual permite la emisión de bonos y de inversión privada de manera restringida.

De la misma forma, esta clasificación busca incluir empresas de servicios públicos, hay que resaltar que la bursatilización de la deuda pública es una realidad, la cual se ha visto con municipios del norte y centro del país como Monterrey o Aguascalientes, por otro lado, actualmente se han operado Proyectos para la Prestación de Servicios (PPS), los cuales son proyectos de carácter público y de financiamiento mixto (pública-privada) que busca el mejoramiento en la prestación de servicios.

²⁷ Actualmente, estas son las emisoras que integran el IPC.

ALFA	AMX	ARA	ARCA	ASUR	AXTEL	AZTECA	BIMBO	BOLSA	CEMEX
CHDRAUI	COMERCI	COMPARC	ELEKTRA	FEMSA	GAP	GCARSO	GEO	GFINBUR	GFNORTE
GMEXICO	GMODELO	GRUMA	HOMEX	ICA	ICH	INCARSO	KIMBER	LAB	MEXCHEM
MFRISCO	PE&OLES	SORIANA	TELMEX	TLEVISA	URBI	WALMEX			

Ejemplo de los PPS que se han sido ejercidos en nuestro país son los Pidiregas (Proyectos de Impacto Diferido en el Gasto), por parte de Pemex; los cuales surgieron como financiamiento alterno de la misma paraestatal desde 1998, en carácter de proyectos de infraestructura a largo plazo. En términos generales, resulta una transferencia de deuda pública en el tiempo. Otro ejemplo son las concesiones otorgadas a las empresas privadas para la operación de infraestructura de carácter público y el *outsourcing* que funge como proveedores de servicios externos. Financiamiento actual por parte de la iniciativa privada y deuda a largo plazo por parte del Estado.

De la misma manera, de acuerdo a la Ley de Sociedades de Inversión, existen tres tipos de ellas: sociedades de inversión en instrumentos de deuda, sociedades de inversión en renta variable y sociedades de inversión en capitales. Pueden estar constituidas como operadoras de sociedades de inversión, distribuidoras, instituciones de créditos, casas de bolsa, instituciones de seguros, organizaciones auxiliares de crédito, casas de cambio, sofoles. Hasta el cierre de agosto de 2010, los activos bajo administración se incrementaron 23.4% para sumar un total de 1,166,311 millones de pesos. Más de 85% de este aumento fue resultado de una mayor captación de recursos, los cuales se han destinado principalmente a los fondos de deuda y en menor medida a los fondos de renta variable.

Sin embargo, el sistema bursátil mexicano descansa su operación en las leyes y reglamentos que le han dado forma a lo largo del tiempo, iniciando con la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, de donde se deriva la legitimidad básica de la operación del sistema. En segunda lugar, de manera jerárquica se encuentran las leyes propias del sistema financiero y, finalmente, los reglamentos. Tener el control del sistema financiero por parte del Estado, es un grave error; los agentes económicos no atenderían a una ley natural de oferta y demanda, pero de dejarlo al margen del mismo, el error sería aún mas grave.

La regulación y supervisión financieras, tal y como se expuso en el primer capítulo, son necesarios; esta regulación específicamente para México, debe ser prudencial y de protección para los inversionistas al tratarse de un mercado de baja capitalización y aún en desarrollo. La regulación debe perseguir el desarrollo de la infraestructura y de las instituciones con el fin de reducir las imperfecciones del mercado, promoviendo el buen funcionamiento y expansión del sistema financiero.

Estos objetivos deben ser claros:

- Estabilidad del sistema financiero, asegurando el buen funcionamiento de los distintos mercados, vigilando la solvencia de las entidades participantes en el sistema.
- La protección de los usuarios de los servicios financieros, fundamentalmente de los más vulnerables, dada su ignorancia en el tema o de su insuficiencia económica para poder operar con garantías suficientes.

Es importante destacar, los ²⁸criterios de política económica que se implementaron durante la crisis en materia financiera. La reforma financiera se resume en tres puntos fundamentales:

1. Fomentar una mayor captación e intermediación del ahorro a través del sistema financiero e impulsar un mayor otorgamiento de crédito al sector privado, a fin de apoyar el crecimiento de la economía;
2. Preservar la solidez y solvencia del sistema financiero mediante una política prudencial adecuada;
3. Seguir promoviendo la competencia en los servicios financieros, a fin de que un mayor número de personas y empresas puedan acceder a los mismos en mejores condiciones.

Las estrategias para conseguirlo, están orientadas al desarrollo de nuevos instrumentos financieros, el fortalecimiento de los ya existentes y de su marco legal para aumentar la intermediación; revisar el marco prudencial para evitar que un desarrollo más acelerado debilite la estabilidad del sector.

El sistema financiero mexicano debe fortalecer el mandato de los supervisores, incluyendo la facultad de intervenir de manera temprana y oportuna ante posibles riesgos para el sistema. Mantener, al mismo tiempo, una supervisión sólida a lo largo del ciclo, evitando relajar los criterios o requerimientos en periodos de expansión. De todo lo anterior, es fundamental reconocer los puntales de la economía nacional con el fin de visualizar, sobre todo, a corto plazo las tendencias y los sectores más dinámicos de la economía nacional.

²⁸Tomado de los "Criterios de Política Económica, 2011" pág. 73.

La crisis financiera internacional ha borrado las ganancias de una década en muchos sectores financieros de nuestro país, pero mantiene tendencias alcistas en sectores estratégicos, en los cuales, los inversionistas han de concentrar sus inversiones, incorporando a México como un país emergente.

Podemos identificar las cuatro variables independientes de las condiciones económicas del país para la evolución económica nacional.

1. La evolución de la economía de Estados Unidos,
2. Las tasas de interés internacionales,
3. Las condiciones en los mercados internacionales de capital,
4. El precio de los hidrocarburos a nivel internacional.

De manera independiente, las condiciones del mercado nacional están relacionadas con el fortalecimiento del mercado interno, la producción de crudo, el potencial en recaudación fiscal y con ello, el presupuesto enfocado a la cuenta de capital (inversión en infraestructura) en relación a la cuenta corriente. Destaca también el nivel de inversión extranjera directa como de cartera, así como el flujo de remesas que ha venido a la baja en los últimos años. (No se toma en cuenta, la actividad económica relacionada con el narcotráfico, dado que no es tema de esta tesis).

El sector de la construcción fue el más afectado a nivel mundial durante la crisis, en México este sector resintió en una disminución de actividad económica; sin embargo, a diferencia de Estados Unidos, el contagio fue mínimo, ya que la bursatilización de los activos financieros hipotecarios aún es incipiente. La primera relación con esta forma de financiamiento son los bonos respaldados por hipotecas (BORHIS), operados por siefores, casas de bolsa, por la sociedad hipotecaria federal, por inversionistas privados y por las aseguradoras.

De la nueva clasificación industrial se derivan cinco índices sectoriales que engloban a todas las emisoras: materiales, industrial, productos de consumo frecuente, servicios de telecomunicaciones, servicios financieros. De manera cuantitativa, los índices sectoriales de materiales e industrial son quienes han tenido una caída en sus rendimientos, mientras que para el índice que considera productos de consumo frecuente se ha mantenido constante, y para las telecomunicaciones y servicios financieros han aumentado.

En este último capítulo, se abordará de manera concreta la situación del sistema financiero nacional, su fortalecimiento y las tendencias que marca el mercado a corto plazo, con el fin de incrementar la actividad económica y salir lo antes posible de la crisis. Poniendo énfasis en la regulación y supervisión financiera, en la inversión en sectores estratégicos, la protección de los más vulnerables y la reactivación del mercado interno.

4.1 DISCUSIÓN DE LOS PROBLEMAS ECONÓMICOS DE MÉXICO

Los sucesos que ha conformado la historia de nuestra nación a lo largo de casi dos siglos de vida independiente, visto como el término del régimen español de manera directa, ha dejado las suficientes experiencias para que un extranjero, sin conocimiento de causa, imagine un país totalmente desarrollado y con una calidad de vida semejante a la de Estados Unidos.

Además, en algunas regiones de México, este nivel de vida puede llegarse a comparar con los niveles que tiene Alemania incluso, pero estas regiones son las menos y agrupan solo una parte mínima de los mexicanos, en donde se refleja alta concentración de riqueza, estas urbes se focalizan actualmente en los estados del norte y del centro del país, ciudades como Monterrey, Guadalajara y el Distrito Federal, mantienen ciertas zonas muy específicas en donde la población goza de servicios públicos eficientes, cuyo ingreso per cápita supera los \$ 2,000 dólares mensuales, lo cual les permite acceder a bienes y servicios de manera plena y de alta calidad.

Sin embargo alrededor de estas manchas urbanas se desarrollan gruesos cinturones de marginación cuya población vive en condiciones deplorables y subsisten con salarios mínimos. El entorno social es precario para esta población, cuyo fenómeno se repite en otras urbes menores en el resto de la provincia; en Puebla, Toluca, Guanajuato, Nuevo Laredo, entre otras. Por otro lado, pequeñas ciudades que se han desarrollado recientemente bajo esquemas planificados a largo plazo, han encontrado ya, estándares en la calidad de vida de sus habitantes de una manera más equilibrada y con una desigualdad mucho menor de la existente en el primer grupo. Tal es el caso de la ciudad de Aguascalientes, Querétaro, Torreón, San Luís Potosí o Hermosillo. En estas zonas, la calidad de vida no es de economías desarrolladas, pero sus habitantes mantienen un índice alto en el nivel de vida, por ello, la desigualdad es menor y se crece de manera equilibrada agrupando a la sociedad en su conjunto.

La dinámica económica en la que se desenvuelve el país, tiene su último referente en 1994, esta última crisis sucedida hace casi 15 años, dejó alta incertidumbre en los mexicanos acerca de la economía, actualmente es difícil que el consumidor sea optimista respecto a las variables macroeconómicas, su confianza se fue perdiendo a lo largo de la segunda mitad del siglo pasado, evidentemente que no son las mismas generaciones, pero los estragos que han dejado las crisis en la población no se han resuelto y aun resentimos la época depresiva en la que encalló nuestro país, desde la crisis petrolera iniciada con la devaluación del peso en 1976, hasta la última con la crisis económica a finales de 1994.

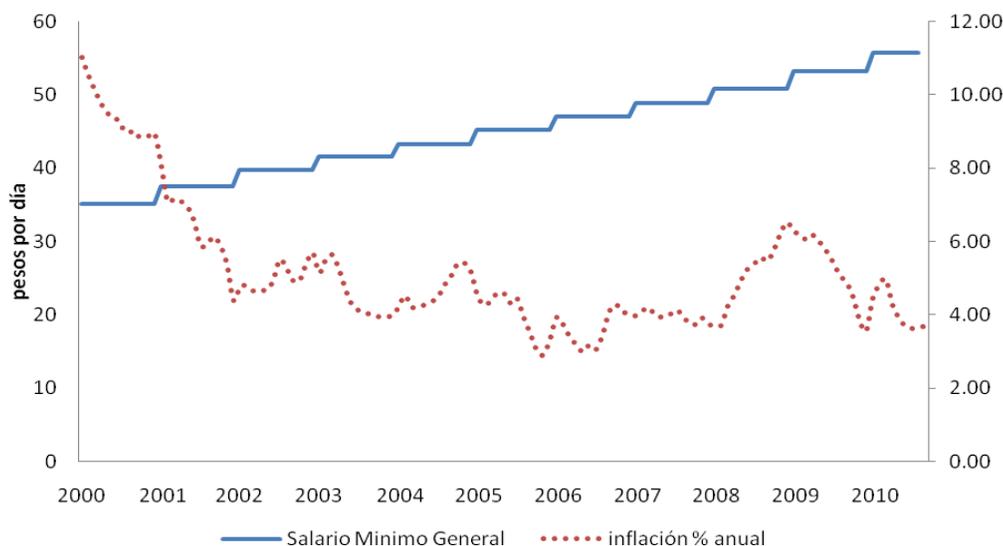
El ritmo de crecimiento que ha presentado el país desde entonces ha sido lento y mínimo, los problemas de empleo han persistido y las políticas económicas implementadas para su solución, no han cumplido su propósito debido a la falta de congruencia en los medios para conseguirlo, además, no se ha desarrollado un plan estratégico que comprenda objetivos a largo plazo, cuyo seguimiento este previsto por las administraciones sucesivas. La transición del Estado mexicano, desde el punto de vista político, a partir del cambio en el ejecutivo proveniente de un partido diferente al hegemónico de 70 años atrás, marcó pautas para dar también una modificación en la forma de planear y proponer políticas de desarrollo, como resultado de una sociedad que reflejó su incomodidad a través de una forma democrática. No obstante, la forma de proponer la transformación del país, no tuvo grandes cambios, debido a que la discusión no es a fondo y el modelo de crecimiento, ha sido para obtener resultados en el corto plazo.

La inserción de México en la globalización se remonta también a la misma época de crisis en 1994. Al entrar en vigor el Tratado de Libre Comercio de América del Norte NAFTA (por sus siglas en inglés); se vislumbraba un escenario, que generaba grandes expectativas y que ponía a México en el camino de la liberación comercial, lo cual suponía abrir las oportunidades para emplear a la población, bajo un esquema orientado a la exportación, con producción basada en inversión extranjera, principalmente. No obstante, las oportunidades de crecimiento parecían haberse encontrado, también incluyendo el desarrollo del campo que se había abandonado desde medio siglo atrás. A esto le siguieron una serie de firmas de tratados internacionales inducidos a desarrollar el comercio internacional de nuestro país, sin embargo ha hecho falta potencializar estos acuerdos.

La economía mexicana ha arrastrado los obstáculos económicos que le impiden generar una verdadera senda de desarrollo económico que no sea volátil, es decir, que sea sostenida y garantice el bienestar de la sociedad nacional. Los problemas estructurales que deben ser resueltos mediante una planeación estratégica, vista en el largo plazo y hecha bajo un análisis profundo son: primeramente el desempleo, que acompaña de la mano a la economía informal y la migración hacia el exterior; en segundo término, el abandono del sector agrícola y de las zonas rurales en el país que involucra un doble efecto, el primero es una concentración de cultivos regresando a una estructura terrateniente, sobre todo en la región del bajío y del noroeste; y el segundo, es el desplazamiento de cultivos de granos, frutas y hortalizas por enervantes.

El fenómeno anterior prolifera en las regiones rurales más marginadas del país, esto en un mal escenario y en peor de los casos, la agricultura realizada en zonas rurales del sur y sureste del país ya no representa una actividad mínima de subsistencia, esto puede observarse cuando los campesinos de Oaxaca o Guerrero, por ejemplo, cultivan granos que no representan cosechas ni siquiera de autoconsumo, debido a la baja productividad del campo; consecuencia de ello, se ven obligados a conseguir alimentos básicos, sean granos, carnes u otros, de las importaciones hechas de Estados Unidos principalmente.

FIGURA 4.1 MÉXICO: SALARIO MÍNIMO E INFLACIÓN, 2000-2010



FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

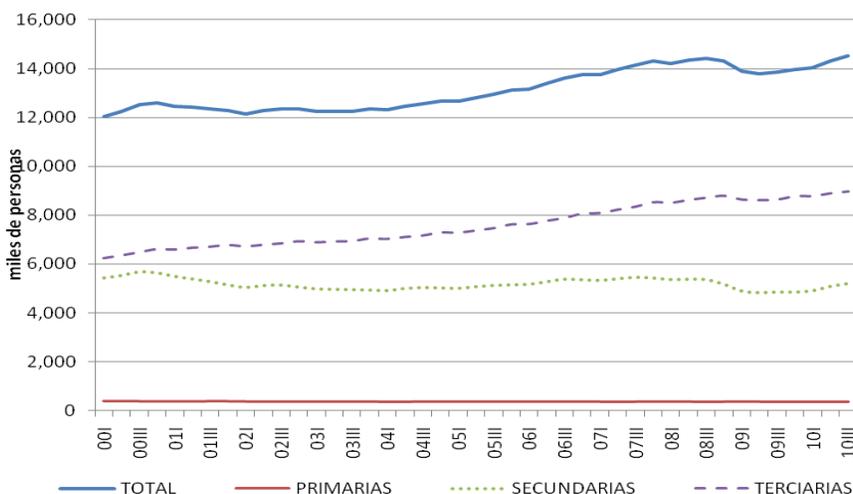
En tercer lugar y como se muestra en la figura previa, la desigualdad en los ingresos percibidos por un trabajador, cuantificado por los salarios y afectados por la inflación, aunque recientemente este fenómeno no haya impactado de manera importante en los salarios, éstos han permanecido estacionados, pues desde hace una década han crecido, en promedio, un peso con cincuenta centavos por año; es decir, el salario que recibía un trabajador en 1999 era de 31.91 pesos y ahora es de 58.06. Este tercer problema está relacionado con la productividad marginal del trabajador, que se explica con el grado de especialización que tiene la fuerza laboral en México, y la capacidad de las plantas productivas instaladas en el país.

Esto se ve aun más afectado debido a la falta de un aparato estatal que brinde seguridad y respaldo económico a los trabajadores, falta de un piso social básico que enmarque a la población en su conjunto y no solo la mitad de la población, lo cual incluye salud, educación y vivienda principalmente.

La siguiente figura, muestra la población derechohabiente desde el 2000 a 2010, lo cual si consideramos el crecimiento poblacional, refleja un estancamiento en el número de personas que cuentan al menos, con algún tipo de seguridad social. Es necesario hacer la observación que es el 50% de los mexicanos, sin embargo esta cifra es agregada, debido a que se suman los familiares directos de quienes son asegurados al desarrollar una actividad en la que les incluya como derechohabiente. Además de los asegurados en el sector público (burócratas) cuya institución es el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado, ISSSTE.

Sin contabilizar al sector público, en los servicios se encuentran la mayor parte de los asegurados en el país, esto nos conduce a una desproporción, debido a que el 60% de la población ocupada se encuentra en el sector servicios, contra un 35% dedicada a la industria y sólo un 5% se ocupa en el sector primario. Esto indica que, en el sector servicios existe un mayor problema para incluir a todos los trabajadores en un padrón de seguridad social que permita al trabajador, tener acceso a los servicios básicos que debe brindar el Estado para el bienestar de las familias mexicanas.

Por otro lado, existen problemas adicionales que no son resueltos y que ayudan a confabular las condiciones de vida que actualmente se mantienen en nuestro país. Están en estos problemas adicionales la inseguridad pública, con un sistema judicial impotente y retrogrado que no logra articular un cuerpo policiaco honesto y capacitado, con mejores salarios y mejor equipado.

FIGURA 4.2 ASEGURADOS EN EL IMSS POR SECTOR, 2000-2010

FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

Aunado a la falta de un sistema de transporte insuficiente, que no consigue conectar las distintas áreas geográficas del país de manera eficiente debido a la falta de vías de comunicación, si a esto se añade los servicios públicos brindados por el Estado, sea electricidad, agua potable, alcantarillado, etcétera, nos conduce a visualizar las condiciones en las que vive la mayoría de los mexicanos en la actualidad; primer paso, para plantear estrategias de desarrollo que se incluyen mas adelante.

Dentro de la estructura económica mundial actual, las políticas económicas y las teorías de desarrollo económico, han estado enfocadas plenamente en la liberación de los mercados, como estrategia para generar crecimiento económico, las instituciones internacionales se han transformado y otras nuevas han surgido como pilares que sostienen e impulsan este nuevo mecanismo de integración global. Países como China e India, han sido modelo en lo que va del presente siglo, de los beneficios de la globalización y las ventajas del comercio mundial.

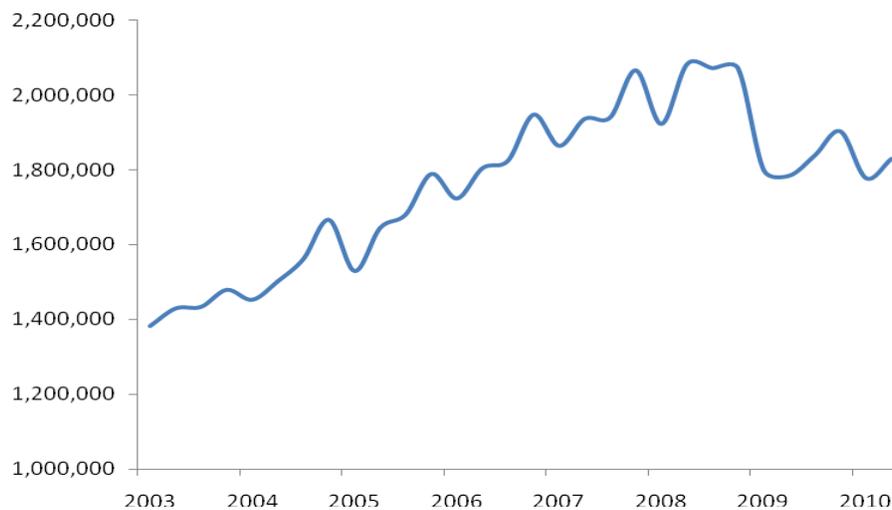
No obstante, estas corrientes de pensamiento económico que surgieron a raíz de la crisis monetaria en Estados Unidos con el abandono del patrón oro en 1971 y la subsiguiente devaluación del dólar en 1973, con el desgaste de las teorías keynesinas, el Estado perdió la preponderancia que había adquirido desde la crisis en 1929, donde quedó claramente marcado, las deficiencias del mercado y las fallas que puede llegar tener debido a las malas decisiones de los agentes económicos, las consecuencias que

esto puede acarrear quedaron manifestadas plenamente en todo el mundo, durante más de 15 años hasta el fin de la segunda guerra, hacia 1945.

En este periodo, el Estado fue el principal agente que se encargó de dirigir los programas de desarrollo y crecimiento, así como la planificación de la economía, al grado de ser el principal operador de la actividad económica en muchas partes del mundo; destacando el papel que tuvo en Latinoamérica, con el crecimiento rápido y alto, bajo el desarrollo de un mercado interno, protegiendo a sus industrias y generando una dinámica que le condujo a una naciente industria. Países como Argentina, Chile, Colombia, Brasil y México, son quienes experimentaron este fenómeno de la acción del Estado en la economía, en Asia oriental fue primeramente Japón, y en un segundo momento Corea, Singapur, Tailandia y Malasia quienes experimentaron un desarrollo económico bajo la dirección del Estado; orientado a la exportación, con fuertes inversiones en educación, así como en el mejoramiento de los procesos industriales de occidente, electrónicos principalmente.

Sin embargo, los problemas que surgieron con la crisis de la deuda, en la década de los 70, 80 y 90, condujeron al debilitamiento del papel del Estado en Latinoamérica, y posteriormente la crisis asiática ocasionó el desarrollo de una alternativa para las actividades económicas en Asia. Las políticas económicas actuales conducen a una disminución continua de la intervención del Estado en la economía, cuyo argumento redundante en el obstáculo que representa para el desarrollo y crecimiento económico, contrariamente de lo que se pensó en la era keynesiana. El crecimiento y desarrollo económico ha sido el punto crucial más discutido desde el periodo que sucede a la segunda guerra mundial, muchos teóricos se han planteado la necesidad de aplicar políticas económicas orientadas al avance del bienestar social, de acuerdo a la configuración política del orden mundial.

La distancia entre naciones desarrolladas y subdesarrolladas es el tema agendado por parte de las sucesivas negociaciones que se han llevado cabo, desde la Ronda de Uruguay, hasta la más reciente en Cancún, México. Cómo y de qué forma asegurar que los acuerdos promuevan el desarrollo de los países más pobres, reduciendo la brecha de desarrollo, de manera que los países subdesarrollados avancen hacia este objetivo; la restricción que impide un acuerdo general es que todas las naciones mantengan un patrón comercial justo y, no dejen en desventaja y mal posicionadas a las economías más débiles.

FIGURA 4.3 FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

FUENTE: Elaboración propia con datos de Banco de México.

Las negociaciones de la OMC, han tenido como propósito implementar un sistema comercial basado en normas justas, equitativo y más abierto; sin embargo los temas que atañen a los países en desarrollo han quedado marginados, como la reducción arancelaria de los productos que éstos exportan, basados en el uso intensivo de la mano de obra, debido a la prioridad que los países más industrializados les otorgan a temas de comercio e inversión, políticas de competencia y transparencia en las adquisiciones públicas; aun a pesar de que el principio de la OMC es liberalizar y suprimir los obstáculos arancelarios y no arancelarios y sin discriminación en las relaciones comerciales internacionales.

La evidencia empírica demuestra que la liberalización económica no fue causa del crecimiento de los países en desarrollo que consiguieron exitosamente avanzar hacia la industrialización, y que por otro lado, la protección a la industria ha sido condición para poder competir en el entorno global. En la figura previa, se observa el gasto realizado en maquinaria y equipo de origen nacional e importado, así como la construcción. Denominado formación fija bruta de capital, lo anterior se ajusta a la evolución del PIB, mostrado anteriormente.

De acuerdo con Ha-Joon Chang "los malos samaritanos" (economías emergentes), no llega a la conclusión de que los países subdesarrollados necesitan abrirse al mercado, anulando toda medida proteccionista más por ignorancia de la historia que por mala voluntad, ocultando el hecho de que los países ricos llegaron a serlo mediante políticas

contrarias a las que proponen a los subdesarrollados, es decir, con subsidios, restricciones a inversiones gubernamentales, etc.

Todo lo contrario, países como Estados Unidos, Gran Bretaña y otros desarrollados, no llegaron a su nivel económico a través de las políticas de apertura de mercado, mientras hoy nos dicen que todo lo hizo el mercado, olvidando el proteccionismo que ha servido de base para su desarrollo.

No obstante es necesario reafirmar que la presencia del Estado, no solo es importante, es condición necesaria para generar desarrollo y crecimiento económico, cuyo fin último es elevar la calidad de vida de su sociedad mediante el bienestar socioeconómico, reflejado en la cantidad de bienes y servicios al que se tienen acceso, mediante un ingreso que permita cubrir todas sus necesidades básicas y satisfacer de manera gradual necesidades secundarias.

La industrialización es necesaria para el crecimiento y el desarrollo económico. La generación de industria en una economía implica la oferta de fuerza de trabajo, por lo que el índice de desempleo disminuye; por otro lado, la producción de bienes de consumo intermedio y final con un valor agregado conlleva a la generación de un mayor producto y la especialización cada vez más, de la mano de obra, que se ve impulsada en las instituciones educativas. Este marco económico debe estar alentado por el Estado, quién debe brindar la protección a los agentes productivos y debe, por otro lado, regular los procesos de transacción para que las inversiones productivas se lleven a cabo en las mejores condiciones garantizando su desarrollo.

La industria desarrolla un encadenamiento de los demás sectores productivos, así como un efecto de arrastre que permite elevar el bienestar de la sociedad en su conjunto. El papel que juega el Estado se ha visto reducido por la dinámica de las empresas mediante la inversión extranjera, sea directa o de cartera en las economías emergentes.

Sin embargo, aun en las naciones más fieles teóricamente al libre mercado, reconocen que el factor principal que conlleva al desarrollo económico, es la generación de industria con la participación activa del Estado en la economía, puesto que ello permitirá un desarrollo económico y riqueza social, la cual mantenga una baja desigualdad en la distribución del ingreso y evite la concentración en los estratos más altos de la sociedad.

En este siglo, debemos virar en las formas de plantear las políticas económicas a largo plazo, olvidando los esquemas de producción del siglo pasado, basados en una cadena de montaje y de producción en línea de bienes homogéneos y estandarizados (fordismo). Debemos dejar de lado la competitividad basada en costos, conteniendo los salarios, basados en una producción de bienes simples y de bajo nivel agregado. Las economías de escala dejan de funcionar a medida que el mercado mundial abre sus puertas, no solo a nuevos productos, (puesto que es el resultado) sino a nuevos procesos productivos, basados plenamente en innovación y desarrollo de ciencia y tecnología, que hacen más eficiente a las empresas; estas innovaciones también se dan de manera fundamental en las nuevas formas organizacionales dentro de cada firma para producir un artículo.

En México, esta visión no se ha consolidado, y el Estado así como los empresarios, no han sabido canalizar estas estructuras productivas que vuelven más competitivas a las empresas en el ámbito internacional. Recordemos que la economía nacional está basada en pequeñas y medianas empresas PyMES, cuyos modos de producción están desfasados, lo que les impide salir al mercado externo y ser competitivos con empresas de países desarrollados. Por otro lado, las capacidades productivas se tienen disponibles, pero existen dos factores que impiden su desarrollo en el mercado nacional; la falta de inversión en la educación y en infraestructura por parte del Estado y la integración de estas capacidades existentes en nuestro país, a un mediano plazo.

Los modelos organizacionales y de producción que predomina actualmente en nuestro país, derivan de las formas productivas implementadas en Japón originalmente, con la empresa Toyota (toyotismo), y que sugiere el incentivar al trabajador para desarrollar de la manera más eficiente posible su actividad, este esquema de incentivos basados en la puntualidad del horario de trabajo, con bonos de acuerdo a la productividad, comisiones en torno a la eficiencia, así como servicios brindados por la empresa misma con el objetivo de hacer menos fatigoso y más agradable la situación de trabajo; ejemplo de ello, es el servicio de comedor en las instalaciones de una planta, o las facilidades para adquirir bienes inmuebles basados en créditos, a veces en coordinación con el gobierno; este es el modelo en el que se basa la productividad de la empresa mexicana.

No obstante, a inicios de siglo, la burbuja especulativa de las empresas *punto com*, puso en relieve la importancia que tiene la información en el desempeño de cualquier

actividad productiva. Para el caso de las nuevas formas productivas, el modelo operado en la empresa Google, ha sido seguido por las empresas de esta área económica, empresas caracterizadas por un alto rendimiento en información e innovación tecnológica y mejoramiento de los productos sacados al mercado, actualizados de maneras más rápidas y mejoradas en un periodo de tiempo más corto. Yahoo, Apple, Microsoft, siguen este esquema, en donde sus trabajadores se caracterizan por tener un alto grado de especialización, lo que les permite generar un mayor valor agregado a cada producto y con una productividad marginal que es difícil conseguir en los países subdesarrollados. La estructura productiva es simple, el trabajador vive en la empresa.

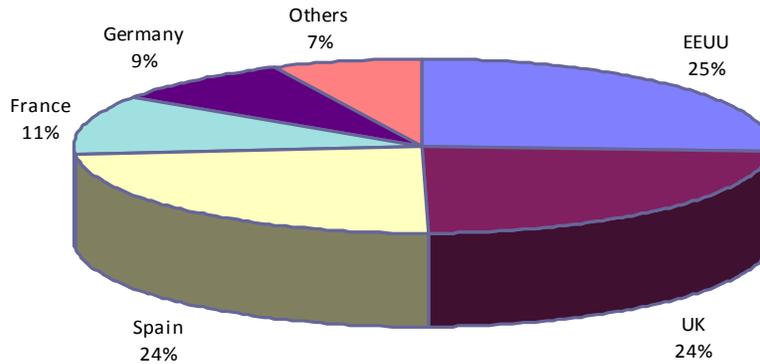
Esto evidentemente supone un cambio radical en las estructuras de relaciones sociales, puesto que un empleado de Google forma parte de la empresa como accionista minoritaria y además, cuenta con todos los bienes y servicios de modo que dentro de la compañía, su calidad de vida es alta y su bienestar también. No obstante, empresas de asiáticas y europeas, como Vodafone, Sony o Samsung, implementan también un esquema productivo que demanda cada vez menos la mano de obra, evidentemente que es menos calificada de la que requieren. El producto de la incursión de robots, sustituyen al ser humano en una planta productiva y en beneficio de la compañía, son más eficientes.

Las economías emergentes distan de estos modelos, que también practican las medianas y pequeñas empresas en los países industriales; en nuestro país, firmas del tamaño de Cemex, América Móvil, y en menor medida Bimbo o Modelo, inician estos paradigmas en las formas organizacionales de producción, sin embargo estamos aún lejos de mantener esquemas productivos de esta naturaleza, y es en estas situaciones en donde la importancia del Estado debe sentirse, interviniendo para generar modelos productivos que conduzcan al bienestar social.

En 1980 y 1990 el flujo migratorio hacia el exterior representaba el desempleo en las clases no capacitadas, cuya mano de obra se destinaba en los empleos más simples en los países de destino; para esta década, la migración de gente con educación técnico-científico, personas capacitadas y especializadas, recurren a esta ventana como forma de enfrentar la situación laboral que persiste en nuestro país. De acuerdo con un estudio de las universidades de Harvard y Duke, en 2006; la Organización Mundial de la Propiedad Intelectual detectó que 24.2% de las patentes fueron creadas por extranjeros en EU y

alertó que 65% de los mejores inventos son obra de extranjeros, naturalizados o en busca de serlo.

FIGURA 4.4 ESTUDIANTES MEXICANOS EN EL EXTERIOR, 2008



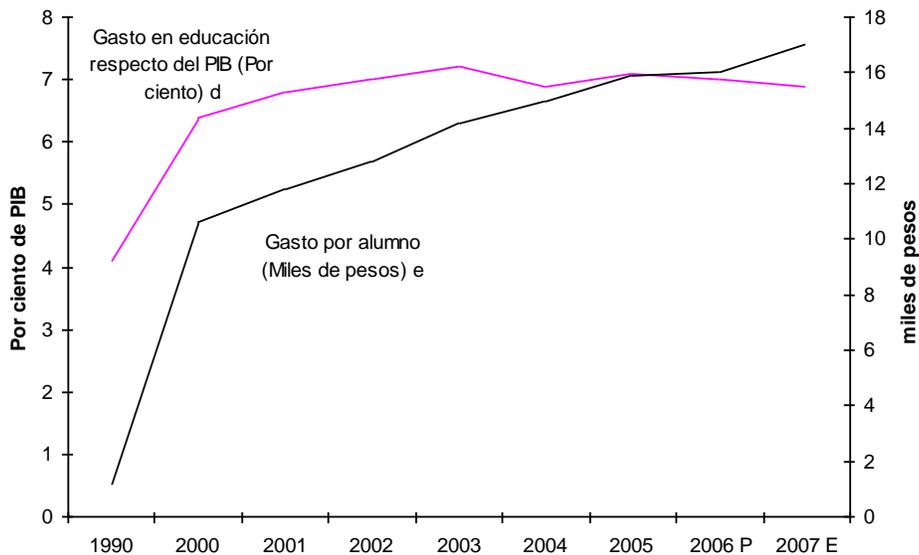
FUENTE: Elaboración propia con datos de CONACyT.

Según el último censo de EU, este año alrededor de 500,000 expertos en ciencia y tecnología hacen fila para una de las 120 visas EB, que cada año otorga el país a quienes ha bautizado como "inmigrantes altamente capacitados". Y aunque es difícil medir el número exacto de cuántos de éstos son mexicanos, los aproximados del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (Conacyt) ayudan a dimensionar el caso. En su último informe asegura que, en la última década, México perdió 130,000 "cerebros", una parte sustancial del total de alumnos becados en maestrías y doctorados en el extranjero. Conacyt calcula que 565 de sus becarios anuales se van a Estados Unidos, 529 a Reino Unido, 519 a España, 245 a Francia y 190 a Alemania, tal como se muestra en la figura 4.4.

Este escenario plantea, que el gasto hecho en la educación en México aún es demasiado bajo, actualmente se gasta 17 mil pesos en cada alumno en promedio, contabilizando los recursos materiales y humanos para la enseñanza en nuestro país. La inversión que México hace en el rubro de educación no arroja los resultados esperados para mejorar la calidad y la equidad que ofrece a los ciudadanos, de acuerdo con el Panorama de la Educación 2007, de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). La organización destaca que México ha aumentado el gasto público total en la educación como porcentaje del PIB en 2%, entre 1990 y 2004, alcanzando 6.9 en 2007%, y colocándose por encima del promedio de inversión en educación de los países que conforman a la organización, que es de 5.8%. No obstante, es importante

señalar la dinámica del crecimiento poblacional y el destino de la inversión, la cual es deficiente, puesto que el 84.4% del gasto en la enseñanza básica y media superior se destina al pago de salarios de maestros, dejando poco espacio para mejorar la infraestructura, la siguiente figura refiere lo anterior.

FIGURA 4.5 GASTO EN EDUCACIÓN



FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

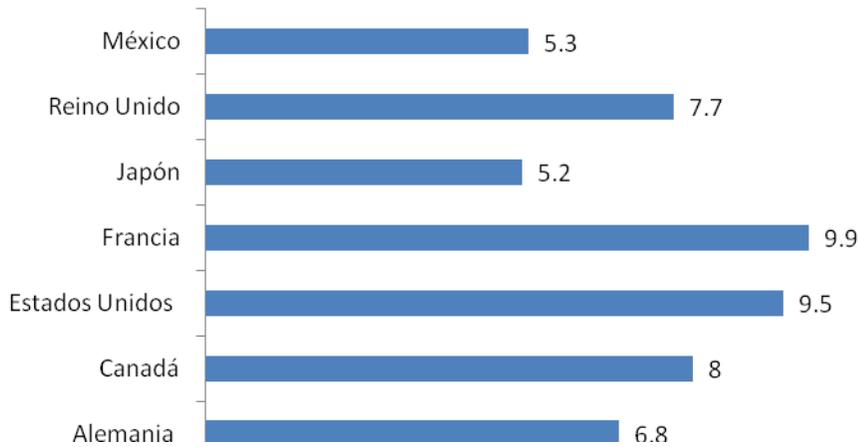
Uno de los retos fundamentales, como ya se describió arriba, es el empleo; brindar ocupación a 45 millones de personas, no es sencillo, y es que además, es importante tener en mente la evolución que ha de registrar el crecimiento poblacional en la primera mitad de siglo. En 2008, la población total en México era de 106.2 millones; de la cual, menos del 50% pertenecía a la Población Económicamente Activa (PEA), pues son 45.1 millones de mexicanos, es interesante observar el índice de desocupación que registra nuestro país, en relación a otros miembros de la OCDE, ya que para 2008, sólo fue de 3.8%, respecto de la PEA en enero de 2010. Las cifras no cambian mucho con la población de 2012 que es de 112 millones tal y como se observa en la figura siguiente.

Sin embargo el problema que involucra la fuerza laboral del país, son las condiciones en las que se trabaja; la informalidad mantiene ocupada a gran parte de la PEA, son 13 millones de personas las que trabajan en la economía informal, por lo que las condiciones laborales no entran en reglamentación con lo establecido en el artículo 23 de la Constitución Política, y por lo tanto, carecen de seguridad social. Si estas tendencias

continúan, como se ha analizado, hasta 2050 habremos crecido 15%, de 112 en 2012, a 121 millones para 2050; sin embargo es necesario resaltar que el grupo de población que mas crecerá, es la población adulta, de 50 y más años, es decir la población que hoy tiene entre 14 y 30 años son quienes experimentarán una tasa de crecimiento en su edad longeva.

En contraparte, es la población en donde se encuentra la PEA, el grupo poblacional que no crecerá mínimamente y contrariamente, esta población se verá disminuida en términos absolutos respecto de 2008, es decir, este año hay 30 millones de mexicanos que tienen entre 14 y 30 años, y para 2050 habrá 22 millones y su tasa de crecimiento será de -27%.

FIGURA 4.6 TASA DE DESOCUPACIÓN A JULIO DE 2010



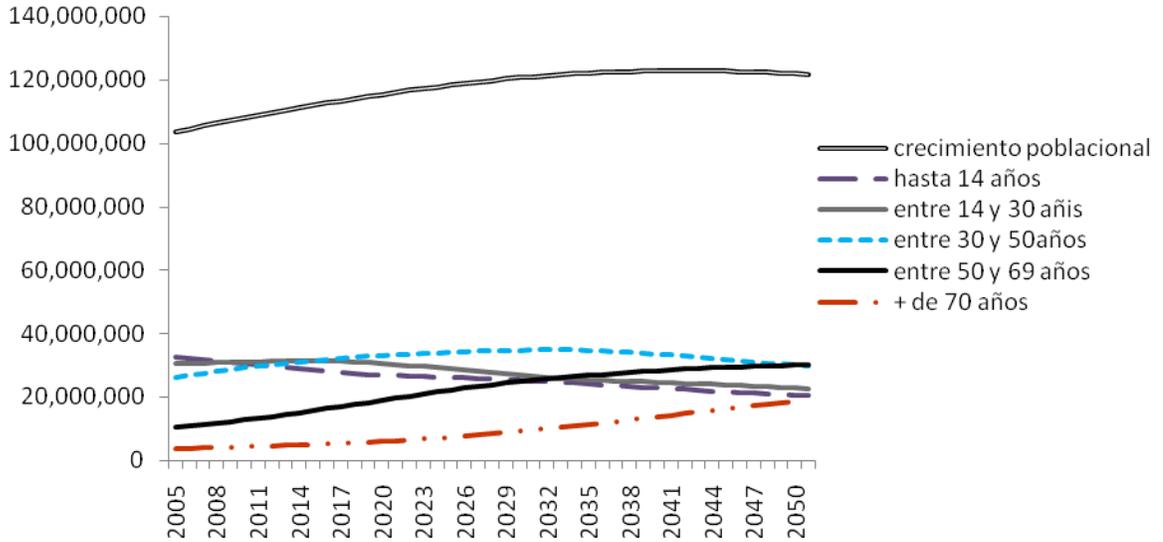
FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

Lo anterior nos exige a plantear nuevas estrategias de desarrollo para que la PEA sea capaz de generar el producto suficiente y sustentar a la población de la tercera edad hacia 2050; de otro modo, el peso del consumo en el país será insuficiente en relación al producto generado. Las reformas llevadas a cabo, inducen a solucionar el problema, sin embargo no es suficiente, por lo que se deben plantear nuevas soluciones al desempleo, y más que nada, a la economía informal.

Si actualmente 13 millones de personas se ocupan en la informalidad, se necesita de un programa que los enmarque en un estatus formal, para que tengan acceso a la seguridad social y prestaciones gubernamentales, así como para elevar la recaudación fiscal y poder generar mayor inversión pública en educación e infraestructura, el siguiente

gráfico muestra las tendencias antes descritas, bajo las proyecciones hechas por Consejo Nacional de Población, CONAPO.

FIGURA 4.7 PROYECCIÓN DE LA POBLACIÓN



FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

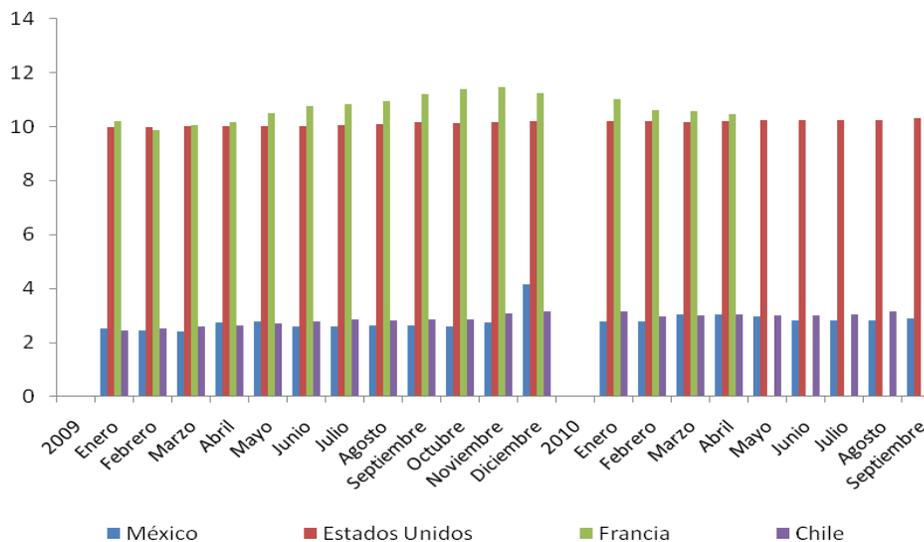
Las cifras del gobierno muestran que, en la última década, una cuarta parte de la población superó la línea de pobreza, y pasó a formar parte de la clase media baja de México. Allí se ubican las familias cuyos integrantes obtienen un ingreso por persona mensual promedio de 1,700 pesos a precios de hoy. Clase media, es un término antiguo con definiciones escurridizas. Se acuñó en Reino Unido durante la Revolución Industrial. Entonces diferenciaba a los profesionales y hombres de negocios de los nobles y terratenientes. Es una clasificación económica que puede ampliar su definición si se le agregan características sociales o hasta aspiracionales, refiere el escritor Macario Schettino. “La clase media en México aparece en el Porfiriato”.

Algunos analistas han determinado acotar el término al nivel de ingresos. La consultora Grupo de Economistas Asociados (GEA), por ejemplo, define que una familia de clase media en México es la que gana entre cinco y 15 salarios mínimos, es decir, de 7,900 a 23,700 pesos mensuales a precios de hoy. Es importante analizar los ingresos, el siguiente gráfico muestra la diferencia de salarios por hora entre las economías desarrolladas y las emergentes. Siendo una tercera parte en México y Chile, respecto de Francia y Estados Unidos. Durante la crisis, los salarios se han mantenido constantes y no

han tenido presiones inflacionarias, si bien esto no pronostica la evolución de los salarios durante los años que dure la crisis, si nos da una idea de que, estando bajo control los índices de precios domésticos, se mantendrán sin muchas variaciones.

De aquí se demuestra la correlación positiva de dependencia que tiene nuestro país respecto de las remesas.

FIGURA 4.8 COMPARATIVO DE SALARIOS EN DÓLARES POR HORA, 2009-2010



FUENTE: Elaboración propia con datos de INEGI.

Fueron años de grandes migraciones del campo a la ciudad, donde se requería mano de obra para trabajar en la industria. Esto propició la formación de una clase media, hasta entonces casi inexistente. A mediados del siglo pasado, sólo 3% de los mexicanos pertenecía a la clase alta, 10% era clase media y el resto era pobre. Hacia la mitad de los años 70, estas proporciones cambiaron. Entonces seis de cada diez mexicanos seguían en la pobreza y una cuarta parte era clase media.

Aunque algunos investigadores, como el propio Schettino, afirman que no existió el desarrollo basado en sustitución de importaciones, fue el reflejó de la bonanza y el desarrollo de todo el mundo en ese periodo, que para el México independiente significó la mayor transformación en términos sociales y económicos, de manera particular, el desarrollo de aquel periodo fue la combinación de ambos factores.

Por otro lado, nunca como hoy se habían vendido tantos autos y viviendas en México. Tampoco se habían vendido tantos enseres domésticos, aparatos electrónicos o carne. Por eso las inversiones nacionales y extranjeras ya no se destinan sólo a instalar maquiladoras que luego exportarán su producto terminado. Ahora prevalecen inversiones dirigidas a recuperar su inversión con el mercado interno, donde cada vez hay más consumidores y éstos son más homogéneos.

Cada vez son menos marcadas las diferencias entre los hábitos de los consumidores de los distintos segmentos de la clase media. Hoy pueden tener los mismos hábitos y gustos los habitantes de colonias que tienen ingresos muy distintos. En el caso del entretenimiento, por ejemplo, la ilegalidad es una respuesta. En el caso de otros productos, como los enseres domésticos, el crédito es el que iguala el terreno. Entre 2000 y 2006, el saldo de los préstamos al consumo se multiplicó por 14. Y sigue en aumento. Las empresas que ofrecen estos artículos, como Elektra, Famsa y el propio Wal-Mart, han abierto sus propios bancos para financiar a sus clientes y a ellos mismos.

En México, la educación básica no incluye conceptos básicos de economía, y varias generaciones aprendieron en la vida diaria términos como devaluación, escasez, inflación o especulación. El resultado de tres décadas de crisis no pudo ser peor: en 1996, siete de cada 10 mexicanos eran pobres, una proporción cercana a la que tenía el país cuatro décadas antes. Hoy, el Banco de México se impone una meta de inflación de 3% al año, con un margen de error de un punto porcentual. En 2010 logró el objetivo, pero no siempre lo ha alcanzado (2004 y 2006). Estas *fallas*, sin embargo, están lejos de las épocas en que el aumento de precios se contaba con porcentajes de tres cifras.

Las finanzas públicas también han hecho su parte. El Estado ya no gasta más de lo que ingresa, esta diferencia llegó a representar una quinta parte de la economía, y en los últimos años hasta ha tenido un pequeño superávit. La impaciencia del gobierno por acelerar el crecimiento, por ejemplo, podría ocasionar un desajuste fiscal que regrese el país a un pasado indeseable. También existen nuevos riesgos. En lo interno, por ejemplo, podría contarse la violencia que genera la lucha contra el narcotráfico, así como las guerrillas. Y en lo externo, la competencia de países que hasta hace poco no figuraban en la escena mundial, como China e India, que compiten con México para atraer nuevas inversiones. Pensar en una reconfiguración internacional de comercio, implica hacer una suposición teórica que se ha vuelto extrema a raíz de las evaluaciones de Cancún en 2003. Analizar el mundo con un *comercio justo para todos*, como lo plantea J. Stiglitz,

con libre comercio (*laissez faire, laissez passer*), ha sido el punto crucial de nuestro modo de producción concebida desde antes de Smith, con Vincent de Gournay y la escuela fisiócrata.

Esta máxima simplifica el papel que ha jugado el Estado al intervenir en la economía en los momentos críticos para revertir los efectos de las malas decisiones tomadas por los libres agentes de mercado, denominados fallos del mercado. Sin embargo, el libre comercio (*free trade*) tal y como lo establece la OMC, garantiza la libre movilidad de factores productivos sin restricción alguna, el libre flujo de capital, de bienes, de servicios; pero sobre todo, el libre flujo migratorio; sin embargo, las políticas proteccionistas y arancelarias aun predominan, sobre todo en aquellos países industrializados cuando ven amenazado parte de su comercio, el *free trade* no existe.

FIGURA 4.9 BLOQUES ECONÓMICOS



FUENTE: <www.wto.org>.

1. Unión Europea (UE)
2. Foro de Cooperación Asia-Pacífico (APEC)
3. Comunidad del Caribe (CARICOM)
4. Mercado Común Centroamericano (MCCA)
5. Comunidad Andina de Naciones (CAN)
6. Mercado Común del Sur (MERCOSUR)
7. Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN)

La división política internacional muestra que existen seis bloques comerciales importantes en el mundo, encabezados por la Unión Europea. Ello representa un avance en el nuevo orden mundial, con respecto a la integración económica dada en el siglo

pasado, puesto que a finales se empezaron a conformar estos grupos económicos que ven en esta estrategia, una nueva forma de hacer frente a los embates de la completa liberalización económica por parte de las economías industrializadas. Es importante observar que África carece de acuerdos comerciales intercontinentales que les permita combatir la pobreza en la que viven. Por otro lado, la creación de bloques en América Latina ha sido crucial en las negociaciones que se han tenido recientemente con los organismos internacionales como la OCDE y la OMC.

4.2 PROPUESTAS PARA EL FORTALECIMIENTO DEL MERCADO BURSÁTIL

Si bien es cierto que la crisis financiera derrumbó gran parte de las utilidades que el mercado de valores había creado en la última década, es importante recalcar que el mercado bursátil nacional es muy débil, se deben de reformar aspectos que le hagan más robusto y más fuerte ante crisis futuras. Los aspectos a tratar son:

- Incorporación de nuevos productos;
- Incremento del número de participantes;
- Aumento de los formadores de mercado;
- Mayor conexión con mercados internacionales bajo ciertas restricciones;
- Regulación y supervisión nacional;
- Incorporación de sectores públicos, sin que éstos pierdan soberanía;
- Generar mayor competencia en el mercado de valores.

Los productos que se negocian en México en mayor proporción, son los siguientes:

Mercado de Capitales:

- Las acciones
- Fibras

Mercado de Capital de Desarrollo:

- CKDes

Mercado de Deuda:

- Gubernamental
- Instrumentos de Deuda a Corto Plazo
- Instrumentos de Deuda a Mediano Plazo
- Instrumentos de Deuda a Largo Plazo

Mercado de derivados:

- Futuros y Forwards
- Swaps
- Opciones
- *Equities*

Los anteriores son los principales productos financieros en México, siendo dos los principales mercados, el de capitales y el de deuda, el mercado de derivados es muy incipiente y más lo es, el mercado de capital de desarrollo. Para darle mayor fortalecimiento, es necesaria la conexión con los mercados internacionales como el mercado de futuros de Chicago.

Para abril de 2011, entró en funcionamiento la conexión entre ambos mercados buscando mejores coberturas entre inversionistas, productores y exportadores. Es importante que para los productores se haya concretado este tipo de alianzas, ya que para los productores mexicanos que tienen programas federales en coordinación con la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Desarrollo Rural, Pesca y Alimentación o con Apoyos y Servicios a la Comercialización Agropecuaria, cuenten con más mecanismos e instrumentos de cobertura, implicando más instrumentos de protección aunque no necesariamente el completo acceso a ellos.

Para el caso del mercado de capitales, existen pocas emisoras dadas los requisitos para nada laxos que mantiene la Bolsa Mexicana de Valores, actualmente son 136 emisoras, mientras que en la Bolsa de Valores de Brasil tiene 534 emisoras, al tiempo que la bolsa de Madrid en sus 4 índices, mantiene 174 emisoras. La importancia del mercado accionario radica en la alternativa de financiamiento para las empresas; no obstante, en México solo las grandes corporaciones pueden acceder a éste, siendo una cuestión de privilegio.

Un punto importante es la apertura para empresas medianas y pequeñas que dada la reforma a la Ley del Mercado de Valores en 2005, ha implementado mecanismos que mejoran los requisitos de emisión de valores fortaleciendo la liquidez de capital del mercado, hasta el momento constreñido por la crisis; además de que mejora la competitividad del sector empresarial mejorando el gobierno corporativo y mejorando la competitividad en los diversos sectores.

Este acceso al financiamiento mediante las Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil, por ejemplo, busca la penetración del mercado bursátil en aquellos sectores de baja calificación en México, no obstante, en los mercados emergentes son este tipo de empresas que se indizan al mercado las que repuntan los índices accionarios, reflejando una reactivación en la economía real, al ser una fortaleza para las economías como la de México.

Sin duda el mercado más importante, tanto por el número de transacciones como por el valor de mercado, no solo en México si no también en el mundo, es el mercado de deuda, cuyos instrumentos a plazo fijo representan rendimientos libres de riesgo, siendo el Estado la garantía. La emisión de deuda en México la realiza principalmente el Gobierno Federal, aunque empiezan a ganar importancia los gobiernos a nivel estatal y, aún, municipal. Los valores son colocados en el mercado primario o secundario, a través de operaciones de reporto de manera electrónica.

De manera análoga, en Estados Unidos, el principal emisor de deuda en el mundo, es la entidad inversora con mayor peso en el mercado de valores. El gobierno de México es también un importante inversionista en el mercado de valores, si éste incursionara con entidades paraestatales aumentaría su participación en el mercado bursátil, logrando un mayor desarrollo de este sector.

El incremento del número de participantes es importante en cualquier mercado de valores, tanto de intermediarios bursátiles, como de emisores y de reguladores. La importancia de los formadores de mercado estriba en realizar operaciones por cuenta propia, asegurando la existencia de un mercado bilateral de compra venta de valores. Su función primordial es garantizar la liquidez, así como contribuir a la estabilidad de los precios, a través de una presencia permanente en el mercado.

Los formadores de mercado tienen el objetivo de mantener el flujo de operaciones en el mercado de valores, dentro de una diferencia de precios máximos establecidos por la BMV. La limitación de los formadores de mercado es la transacción que llevan a cabo excesivamente con valores de renta variable. Siendo el Estado uno de los principales inversionistas en el mercado de valores, es de vital importancia el incremento de su participación en el mercado de deuda y de la misma forma, de su incorporación al mercado de capitales.

La nueva Ley Orgánica de PEMEX sienta las bases para que la empresa pueda emitir nuevos instrumentos de deuda denominados Bonos Ciudadanos, los cuales estarán a disposición de cualquier ciudadano mexicano y no otorgarán derechos corporativos sobre la entidad. Adicionalmente, permitirán a los tenedores y público en general, dar seguimiento al desempeño de PEMEX, por lo que constituyen un instrumento de vinculación con la empresa y transparencia social.

Todos los tenedores de bonos podrán seguir de cerca el desempeño de la empresa a través de los reportes de resultados que la empresa presenta a las autoridades reguladoras competentes como la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), como actualmente lo hace con los títulos de deuda vigentes. Adicionalmente, se pretende que el Comisario de PEMEX actúe a la vez como representante de los intereses de los tenedores de los bonos ciudadanos. Actualmente, la información que PEMEX divulga a los mercados financieros está disponible dentro del portal.

Los bonos son títulos de crédito con un valor nominal de \$100 pesos, no son acciones. Los bonos no otorgan ningún derecho corporativo, ni sobre la propiedad, control o patrimonio de PEMEX, o bien sobre el dominio y la explotación de la industria petrolera. Sin embargo tendrá un doble beneficio: por un lado el mantener el valor del ahorro, al tiempo de un pago que esté asociado al desempeño financiero de PEMEX.

CALIFICADORAS DE VALORES

Por último, abordaré la importancia que tienen las empresas calificadoras de valores en el sistema financiero. Las calificadoras de valores son empresas privadas, autorizadas por la CNBV, cuyo objetivo es emitir un dictamen sobre la calificación crediticia de toda empresa mexicana que desee colocar valores por medio de la oferta pública. La calificación, mide la probabilidad de que una entidad que emite valores pague el valor de éstos a su vencimiento y cumpla con los pagos de intereses programados.

En suma, las clasificaciones de las calificadoras son una forma de medir el riesgo. Actualmente, en México operan cuatro calificadoras:

- Standar & Poor's S.A. de C.V.

Fondos de mercado de dinero

Fondos de deuda o de renta fija

- Fondos de renta fija
- Calidad gerencial
- Carteras gubernamentales de inversión
- Fondos balanceados y de acciones
 - Fitch México S.A. de C.V.
- Administradoras de Activos Financieros de Crédito (construcción e hipotecarios) y Administradoras de Activos Financieros de Inversión (Asset Management)
- Empresas industriales, comerciales y de Servicios (Instrumentos de deuda)
- Financiamientos estructurados
- Finanzas públicas (entidades autónomas y empresas públicas locales)
- Instituciones Financieras Fiduciarias (TR) y de Representante común (CR)
- Seguros, Fianzas y Reaseguros
- Siefores
- Sociedades de Inversión
 - HR Ratings de México S.A. de C.V.
- Estados y Municipios
- Corporativos
- Entidades Financieras
 - Moody´s S.A. de C.V.
- Estados y Municipios
- Corporativos
- Entidades Financieras, que incluye : Bancos, Sofoles, Aseguradoras y otras

El riesgo genérico que se presenta con las calificadoras es la confianza ciega que se les deposita al realizar cualquier tipo de inversión. La crisis *subprime* también descansa en la irresponsabilidad que tuvieron las calificadoras al evaluar cada uno de los instrumentos financieros con notas más altas de las que realmente describían su situación. Los inversionistas, con alta confianza en que las calificaciones reflejaban la realidad no desarrollaron aversión al riesgo, lo que desencadenó inversiones en saco roto.

FIGURA 4.10 FINANCIAMIENTO BURSÁTIL

	IPO´s	Secundarias	Suscripciones	CKD´s	Deuda	Total
No. De Emisiones	5	1	8	9	872	895
Monto en mdp	17,017	930	5,148	21,708	497,824	542,627

FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

El financiamiento bursátil, como se ha venido mencionando es de vital importancia para desarrollar el mercado interno y para generar alternativas de financiamiento para las empresas, a diferencia del mercado bursátil de Estados Unidos, en donde existe una bolsa destinada a las ofertas públicas iniciales, sobre todo del sector electrónico y computación.

FIGURA 4.11 OFERTAS PÚBLICAS INICIALES EN LA BMV, 2010

EMISORA	IMPORTE COLOCADO en mdp
Chedraui	2,354
Actinver	843
Proteak	890
Sports World	858
OHL	11,196
Holding Monex SAPIB	Inscripción
Compartamos S.A.B. de C.V.	intercambio de acciones
Total	17,017

FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

En México, durante 2010 solo a siete emisoras se les aprobó el financiamiento mediante ofertas públicas iniciales, si la restricción de minimizar el riesgo de quiebra al emitir valores en la bolsa, las cautelas deben enfocarse a la regulación y supervisión del mercado en general, brindando mayores oportunidades de sobrevivir durante su iniciación temprana en el mercado bursátil.

4.3 NUEVOS JUGADORES, NUEVOS PRODUCTOS

La Bolsa Mexicana de Valores ha introducido, en convenio con la bolsa de derivados de Chicago, futuros que responden a las solicitudes del mercado de completar la gama de productos, plazos y derivados sobre instrumentos de renta fija, principalmente bonos emitidos por el Gobierno.

Hay que tomar en cuenta la importancia del mercado secundario, cuya preponderancia radica en la garantía de generar liquidez en el mercado, así como de mantener la oferta y la demanda ante cualquier activo. Dentro de las operaciones más importantes, está el préstamo de valores; operaciones entre inversionistas e intermediarios que, además de mejorar la liquidez de cualquier instrumento, también reduce las diferencias de compra venta. Consiste en un prestamista que transfiere la

propiedad de instrumentos a un prestatario, obligado a restituir al primero dichos instrumentos al vencimiento, más el pago de un premio. Como garantía, se quedan títulos de igual o mayor valor de los que fueron objeto de préstamo.

Entre los instrumentos se encuentran los futuros de certificado de la Tesorería de la Federación (Cetes) a 91 días, de Bono de Desarrollo del Gobierno Federal de tres años a tasa fija (M3), a 10 años (M10) y a 20 años (M20). El objetivo, es dotar al mercado mexicano y a sus inversionistas de una valiosa herramienta para la administración de riesgos sobre tasas de interés en instrumentos de mediano y largo plazo, los bonos M5 y M30 son instrumentos con gran liquidez y operatividad en el mercado mexicano, dada la importante participación de los inversionistas institucionales como Afores, aseguradoras, fondos de pensiones y sociedades de inversión.

La liquidez y profundidad alcanzada por estos bonos en el mercado de contado crea también necesidades de cobertura y de herramientas que permiten a inversionistas locales y extranjeros, administrar mejor sus portafolios de inversión. Cada contrato de futuro, tanto sobre el M5 como el M30, ampara 1,000 bonos que equivalen a un valor nominal de 100 mil pesos, cuyos vencimientos serán en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Así, los contratos de futuros sobre los bonos serán negociados a través del sistema electrónico de negociación de MexDer, de acuerdo con las normas y procedimientos establecidos en su reglamento interior. Disponibles para ser negociados bajo el acuerdo con el Chicago Mercantile Exchange Group, una vez que iniciado el ruteo de operaciones en su segmento norte-sur en agosto de 2011.

MODIFICACIONES A LA REGULACIÓN PARA CRÉDITOS A PYMES

Simplificar el proceso de otorgamiento de crédito a las MIPyMEs al eliminar el requisito de presentar de manera obligatoria la Cédula Fiscal para créditos empresariales menores a 4 millones de UDIS, así como el de presentar estados financieros auditados.

CÉDULAS RESPALDADAS POR HIPOTECAS

Desarrollar un nuevo instrumento de deuda que pueda emitirse por una institución de banca múltiple; respaldado en primer término por un conjunto de activos hipotecarios y en segundo lugar por el balance de dicha institución. Las cédulas respaldadas facilitarán

a las instituciones que las emitan, acceder a fondeo a largo plazo para otorgar financiamiento a la vivienda.

²⁹GARANTÍAS MOBILIARIAS

Actualmente existe un riesgo elevado de impugnaciones en el uso de las garantías debido a la rigidez del marco legal. Por ello, se deben efectuar modificaciones al procedimiento contractual de la prenda sin transmisión de posesión y del fideicomiso de garantía que permitan una mayor flexibilidad a las partes. Con esta medida se fortalecerá el marco institucional y se brindará mayor eficiencia y certidumbre jurídica a las instituciones de crédito, lo que redundará en un mayor flujo del crédito.

LIQUIDACIÓN JUDICIAL BANCARIA

El marco jurídico vigente aplicable para la insolvencia de un banco es incompleto y genera incertidumbre a los acreedores y ahorradores en la distribución de los activos y altos costos al momento de la recuperación de los mismos. Por ello, se incluirá en la Ley de Instituciones de Crédito un esquema de quiebras bancarias efectivo, que permita la adecuada salida de un banco insolvente.

REGULACIÓN DE SOFOMES

Incluir en el perímetro de la regulación y supervisión de aquellas, Sofomes que fondeen sus actividades emitiendo deuda en los mercados con el objeto de:

- Remediar fallas y riesgos que se han evidenciado en torno a la colocación de valores y bursatilizaciones.
- Facilitar la opción de entrar al marco regulado a las instituciones que lo deseen o que sean exigidas a hacerlo por sus acreedores.
- Evitar el arbitraje regulatorio entre diferentes intermediarios financieros.
- Establecer el requerimiento para que las Sofomes reporten su información crediticia a algún buró de crédito.

Con estas medidas se debe incentivar el surgimiento de entidades crediticias cuyo éxito dependa del acceso a los mercados de capital. En el Mercado Mexicano de Derivados se encuentran listados contratos de futuros sobre diversos subyacentes financieros.

²⁹Su objetivo, es potenciar el uso de bienes muebles como garantías para que las micro, pequeñas y medianas empresas obtengan financiamiento en mejores condiciones, estimulando la inversión, el crecimiento y la competitividad de la economía.

FIGURA 4.12 INSTRUMENTOS DERIVADOS PRINCIPALES

DIVISAS	Dólar de los Estados Unidos de América (DEUA) y EURO
ÍNDICES	Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV (IPC)
DEUDA	Cetes a 91 días (CE91), TIIE a 28 días (TE28), Swap de TIIE a 10 y 2 años (SW10 y SW02), Swaps de TIIE a 10 y 2 años (Liquidación en Especie), Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal a 3,5,10,20 Y 30 años (M3, M5, M10, M20 y M30), UDI.
ACCIONES	América Móvil L, Cemex CPO, Femsa UBD, GCarso A1, Telmex L y WALMEX V, BRTRAC 10 (BRT), ILCTRAC ISHRS (ILC)

Adicionalmente, MexDer ofrece los siguientes contratos de Opción

DIVISAS	Dólar de los Estados Unidos de América (DA)
ÍNDICES	Opciones sobre Futuros del Índice de Precios y Cotizaciones
ACCIONES	América Móvil (AX), Cemex CPO (CX), Tlevisa CPO (TV), GMéxico B (GM), Telmex L (TX), Walmex V (WA) y Naftrac 02 (NA), BRTRAC 10 (BR)

FUENTE: <www.mexder.com>.

La negociación de futuros se efectúa mediante contratos estandarizados en plazo, monto, cantidad y número de activos subyacentes objeto del contrato, cuya liquidación se efectúa en una fecha futura, denominada fecha de vencimiento. Un contrato puede ser negociado a partir de la fecha de emisión o puesta en mercado, hasta la fecha de vencimiento, que es el último día definido por las condiciones generales de contratación para su operación, antes de su fecha de liquidación final.

En cuanto a la liquidación, MexDer aplica la modalidad americana, mediante la cual los participantes pueden ejercer el derecho a liquidar anticipadamente un contrato, dando aviso previo de su intención. La liquidación final de un contrato puede ser efectuada en especie (entrega del activo subyacente, como en el caso de acciones y divisas) o en efectivo; según se disponga en las condiciones generales de contratación. Las Condiciones Generales de Contratación especifican al menos los elementos siguientes:

- Activo subyacente y unidades que ampara un contrato
- Ciclo de los contratos de futuro
- Símbolo o clave en MexDer

- Unidad de cotización y puja
- Mecánicas y horario de negociación
- Fecha de vencimiento
- Fecha de inicio de negociación de las nuevas series de Contratos de Futuros y límites a las posiciones
- Ultimo día de negociación
- Fecha de Liquidación
- Forma de Liquidación
- Límites a las posiciones
- Parámetros de fluctuación

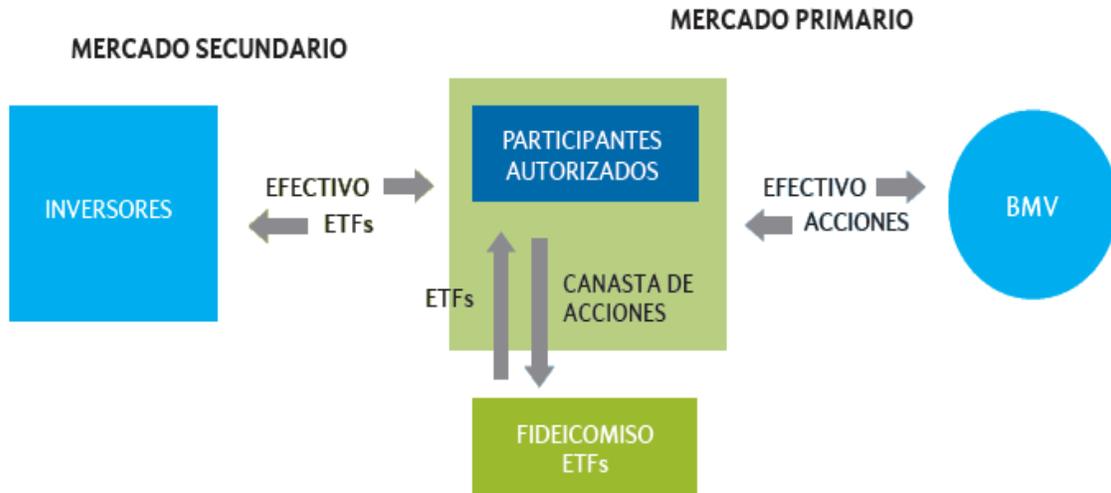
Existen en la actualidad una extensa variante de instrumentos financieros, producto de mejores coberturas o de bursatilización de activos que se han ido incorporando a través del tiempo, adecuados a las crisis y a su cobertura. Los ETF's (Exchange Traded Funds) son un ejemplo de ello. En México son conocidos como TRACKS (Títulos Referenciados a Activos) y funcionan como un benchmark, una referencia que replica el comportamiento de un título valor, sea una acción, un índice, un sector, una región, una divisa, etc.

Este instrumento de inversión, al cotizar en bolsa, representa una oportunidad de inversión en títulos de renta variable; sin embargo, también genera retornos positivos en valores de renta fija, de divisas y de commodities. La forma en la que operan está esquematizado en el gráfico siguiente, teniendo la gran ventaja de participar tanto en el mercado primario como en el secundario. Sus ventajas es la diversificación, la accesibilidad, la flexibilidad operacional, la transparencia, eficiencia y facilidad operativa.

Además de los PPS mencionados en la introducción de este capítulo y que son instrumentos de inversión conjunta, realizando una especie de join venture entre empresas, en este caso entre privadas y entidades públicas. Representan una alternativa de financiamiento a largo plazo. Parecido a ello, los Certificados de Capital de Desarrollo (CCD's o CKD's), son instrumentos estructurados de largo plazo que ayudan a fondear obras públicas, bienes raíces y proyectos tecnológicos, ampliando la gama de estrategias por parte de las Afores para planes de jubilación.

Se emiten por un fideicomiso y son instrumentos para inversionistas institucionales; se le denomina Income Trusts en mercados internacionales, generan un rendimiento variable y son instrumentos a largo plazo. Actualmente se han utilizado en México para obras de carreteras, aeropuertos, proyectos de minería, aunque también para Private Equities.

FIGURA 4.13 FUNCIONAMIENTO DE UN ETF



FUENTE: <www.blackrock.com>

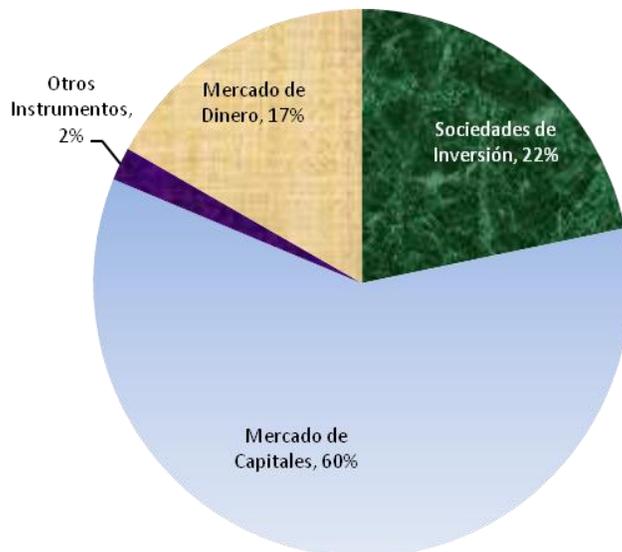
4.4 PERSPECTIVAS DE LOS SECTORES MÁS DINÁMICOS 2010-2015

Riesgos del sector macroeconómico: menor dinamismo de la economía de Estados Unidos, mayor volatilidad en los mercados financieros debido a los altos índices de incertidumbre sobre la estabilidad de la economía. El mercado bursátil ha permitido la expansión de inversiones de manera creciente en los mercados domésticos, como el mexicano; como ejemplo, la custodia de valores que prácticamente se ha cuadruplicado desde principios del 2000 a la fecha. A diciembre de 2010, la custodia ascendió a 5,981,304 millones, 20% más que en 2009, lo que representa 45% del PIB.

Hasta 2004, el valor de la custodia de valores permaneció prácticamente invariable, en un lapso de cinco años ha tenido una rápida expansión, producto de un mayor dinamismo del mercado bursátil local y a pesar de los efectos de la crisis. Siendo éstas, un pilar de la economía mexicana, es trascendente su rápida incorporación al acceso de mejores condiciones de financiamiento como el acceso al mercado bursátil. Por

tipo de mercado, la distribución de la custodia de valores se constituye de la siguiente manera:

FIGURA 4.14 CUSTODIA DE VALORES POR TIPO DE MERCADO



FUENTE: Elaboración propia con datos de Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

A diciembre de 2010, la captación total registró un aumento del 16.3% con respecto al cierre del año 2009, la correlación con el valor de los títulos en custodia, el comportamiento de la captación presenta las mismas características. Lo anterior permite concluir que el mercado doméstico tiene potencial de crecimiento en los próximos años, las políticas que deben instrumentarse estarán enfocadas a la apertura del mercado bursátil a empresas pequeñas y medianas.

El mercado de capitales mantiene más de la mitad de la custodia de valores, a diferencia del mercado de dinero y de las sociedades de inversión que son muy similares. El siguiente cuadro es importante analizarlo, ya que presenta la situación cronológica de los principales sectores de la economía nacional. Con ellos podemos deducir las mejores perspectivas de crecimiento y, por lo tanto, de inversión.

En correlación con el desempeño del PIB, el sector de servicios y bienes de consumo básico presenta las mejores expectativas con una relación precio/utilidad de 45.51 puntos en 2010. Lo cual evidencia la importancia de reactivar el consumo en nuestra economía.

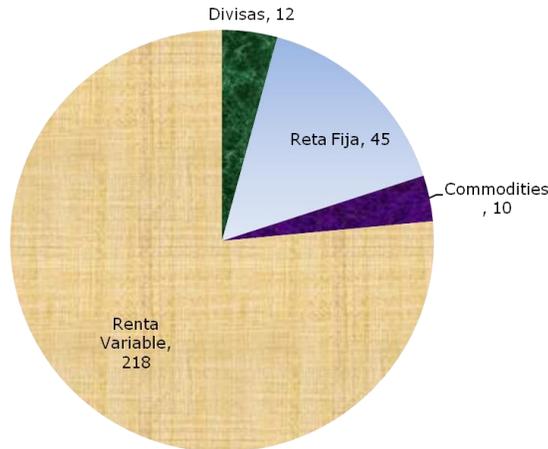
FIGURA 4.15 RAZONES FINANCIERAS POR SECTOR

Sector	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	P/U	P/VL										
Mercado	17.32	3.70	17.74	4.68	18.58	4.42	14.62	3.51	22.13	3.72	18.91	3.82
Materiales	10.26	2.06	11.16	2.25	11.99	2.59	6.48	1.35	35.82	2.50	16.59	4.01
Industrial	16.47	4.82	15.41	2.73	19.77	2.68	11.28	1.60	11.99	1.88	19.88	2.96
Servicios y Bienes de Consumo Básico	11.00	1.78	11.94	2.34	18.46	3.51	22.28	3.88	28.72	3.48	45.51	3.21
Productos de Consumo Frecuente	20.66	3.36	25.32	4.69	19.42	3.54	18.36	3.15	26.61	4.31	24.04	3.57
Salud	8.20	1.51	11.60	2.16	15.57	2.89	14.47	2.23	23.25	3.63	27.74	5.83
Servicios Financieros	11.68	1.89	15.81	2.42	14.01	2.61	13.68	1.97	19.09	2.20	17.53	2.41
Servicios de Telecomunicaciones	20.90	4.86	16.64	6.89	21.06	6.42	13.83	5.04	14.81	4.60	10.71	4.67

FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

Los sectores de bienes de consumo frecuente y de la salud, presentan estas mismas características, de lo cual se deduce que los sectores con mayor margen de rendimientos son aquellos vinculados a los bienes y servicios de primera necesidad. De acuerdo con la relación precio/valor en libros, a diferencia de los sectores con mayor índice de precio/utilidad, son los sectores de alto valor agregado, quienes pueden desempeñarse con mejores expectativas de crecimiento para los siguientes años, es el sector industrial y de telecomunicaciones son los representantes de esta relación resumida en el cuadro anterior.

FIGURA 4.16 ETF´s POR TIPO DE SUBYACENTE

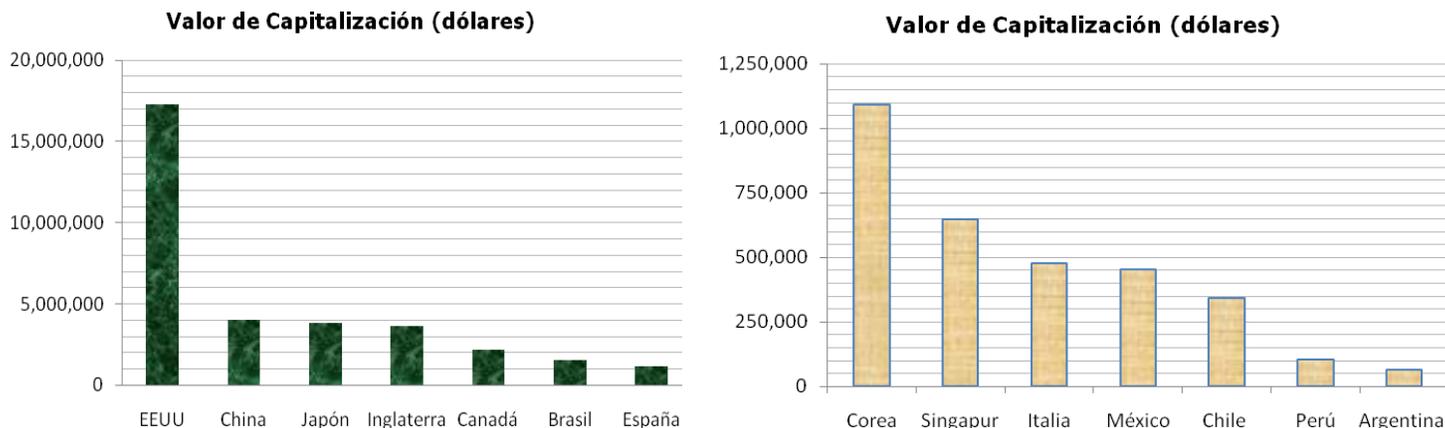


FUENTE: Elaboración propia con datos de Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

Las grandes ventajas que los ETF´s, se deben a la cotización continua de precios, su acceso mediante índices de renta variable a regiones, países y sectores; además de exposición en renta fija y commodities. Se explica que la mayor cantidad de ETF´s se encuentren en instrumentos de renta variable ya que consigue replicar de manera

prácticamente idéntica el comportamiento de un título valor, también ofrece diversas estrategias de inversión a bajo costo y con una alta eficiencia operativa.

FIGURA 4.17 VALOR DE CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL POR PAÍS, 2010



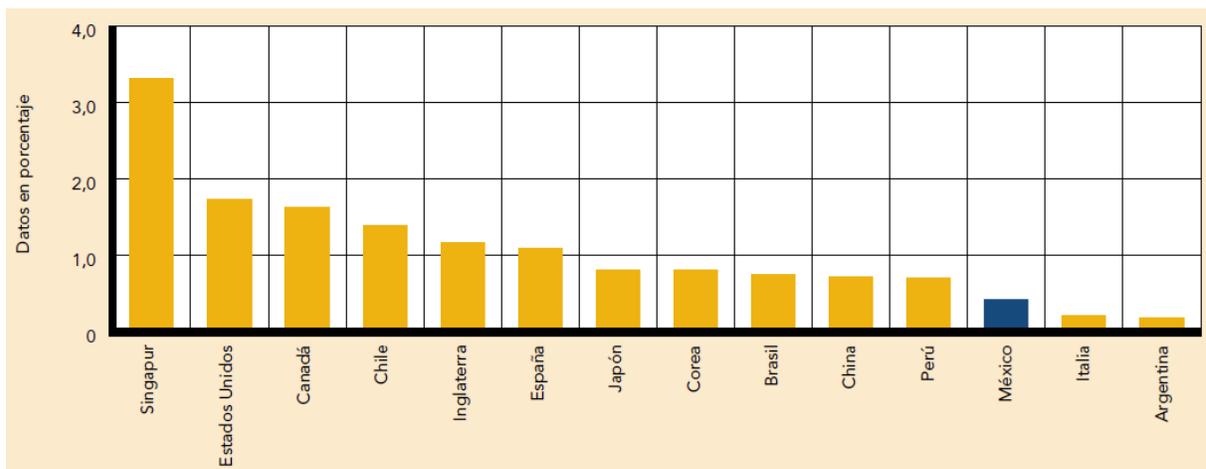
FUENTE: Elaboración propia con datos de Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

El valor de capitalización de un mercado bursátil, nos permite identificar su dimensión económica, ya que es el valor del precio por acción por el número de ellas en circulación. A este índice se le ha hecho un *split*, para ilustrar de mejor manera, dada la disparidad entre mercados.

Dejando de lado el mercado de Estados Unidos, los principales mercados son China, Japón e Inglaterra, seguido de Canadá, España, Brasil y Alemania, en un segundo grupo esta Corea, Singapur, Italia, México y Chile. Los BRIC's al que se les puede anexar México, Corea y Singapur, presentan un alto dinamismo, como alternativa de inversión y como destino favorito de las inversiones que emigran de las principales economías en busca de mejores rendimientos y de mayor estabilidad financiera.

El valor de capitalización respecto al PIB, es un referente importante ya que muestra el grado de penetración del mercado bursátil a la producción real, para el caso que nos concierne, Singapur tiene un grado de penetración de dos veces más del que tiene Estados Unidos, mientras que México tiene un 0.5% de penetración, este nuevo dato confirma el potencial de desarrollo que tiene nuestro país y que podría estar dirigido a la producción real.

FIGURA 4.18 VALOR DE CAPITALIZACIÓN RESPECTO AL PIB, 2010



FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

El tamaño de las empresas que cotizan en bolsa es importante, ya que las emisoras enlistadas en Estados Unidos, México y Brasil, tienen un tamaño del orden de 3,500 millones de dólares, mientras que las empresas japonesas, chinas, Inglesas, chilenas, son del orden de 1,500 millones de dolares; por otro lado en un tercer grupo están Argentina, Corea, Canadá y España, con valor de 500 millones de dólares.

DESARROLLO DE SECTORES ESTRATÉGICOS

□ Educación.- Las estrategias para modernizar y ampliar la infraestructura educativa y para elevar la calidad educativa emprendidas por el Gobierno Federal, incluyendo el acuerdo nacional para la modernización de la educación básica, buscan expandir las capacidades de la población de tal forma que se puedan alcanzar mayores niveles de desarrollo humano sustentable. Para lo anterior, deben destinarse los recursos suficientes y el esfuerzo presupuestario ha sido significativo. Entre 2006 y 2010, las erogaciones en materia educativa se habrán incrementado en 20.1% en términos reales.

□ Salud.- Los logros en materia de salud, al igual que los de educación, representan en sí mismos avances en el desarrollo del país, pero al elevar el capital humano también contribuyen a expandir el potencial de crecimiento económico. Con el propósito de ampliar la atención médica a los mexicanos que no cuentan con ningún sistema de

seguridad social, se ha impulsado la afiliación al seguro popular, el cual alcanzó 37.7 millones de afiliados en julio de 2010. Adicionalmente, el seguro médico para una nueva generación alcanzó a más de 3.6 millones de niños afiliados, y por medio del componente de salud del programa oportunidades, se continúan brindando a las familias las acciones del paquete básico garantizado de salud. Al igual que en el caso de la educación, entre 2006 y 2010 las asignaciones de recursos al sector salud han aumentado en 23.9% real.

□ Infraestructura.- Durante la presente Administración se han privilegiado las asignaciones presupuestarias a los programas prioritarios y estratégicos en infraestructura. De 2007 a 2010, el promedio anual de inversión impulsada en infraestructura por el sector público federal será de 4.5% del PIB, lo cual la ubica 30.9% por encima del promedio de 3.4% observado entre 2000 y 2006.

□ Vivienda.- La presente Administración reconoce la importancia del desarrollo de la industria de la construcción, tanto por la necesidad de obras de todo tipo que existe en el país, como por los efectos multiplicadores que tiene sobre la actividad productiva. De esta manera, la inversión en el sector superó los 975 mil millones de pesos.

□ Sistema Financiero.- El fortalecimiento del marco legal y operativo del sistema financiero es un propósito prioritario, debido a que un funcionamiento adecuado del mismo es fundamental para que las empresas y los hogares puedan acceder a mayores niveles de financiamiento en condiciones más favorables, así como para robustecer la estabilidad y confianza en la economía nacional.

Estas reformas están orientadas a promover una mayor competencia en los servicios que ofrecen las instituciones del sector, consolidar su gobierno corporativo, establecer una regulación prudencial más efectiva y lograr una mejor administración de riesgos para garantizar la solidez y solvencia del sistema financiero en su conjunto, así como proporcionar mayor certidumbre y seguridad a los usuarios de los servicios financieros.

De igual forma, se ha buscado brindar mayor acceso de la población a los servicios financieros. Las acciones mencionadas, junto con la solidez del sistema financiero mexicano (destacando que al cierre de junio de 2010 el índice de capitalización de la banca comercial se ubicó en 17.8%), permiten anticipar una recuperación significativa en el otorgamiento de crédito hacia adelante.

□ Reforma energética.- Los cambios a la legislación del sector energético aprobados en 2008 por el Congreso de la Unión tienen el propósito de mejorar las condiciones en las cuales opera Pemex, a fin de lograr las metas y estrategias establecidas en el Plan Nacional de Desarrollo. En este sentido, se modificó el régimen fiscal de Petróleos Mexicanos; con el objeto de otorgarle a la empresa, mayor flexibilidad y margen financiero para fomentar las actividades de exploración, producción y desarrollo de nuevas tecnologías e implantar una cultura enfocada a resultados. Asimismo, se fortaleció su consejo de administración, así como su flexibilidad operativa y contractual con objeto de alcanzar mayores niveles de eficiencia. Finalmente, durante el periodo enero de 2007-junio de 2010 la inversión pública en la industria petrolera ascendió a 738.6 miles de millones de pesos, lo que significó un crecimiento de 89.8% en términos reales con respecto al mismo periodo de la administración anterior.

□ Extinción de la compañía Luz y Fuerza del Centro.- Como resultado de esta acción y el traspaso de la prestación del servicio público de energía eléctrica en la zona centro del país a la CFE se fortalecerán las finanzas públicas, lo que permite disponer de mayores recursos para otros fines. Al mismo tiempo, representará una mejora en las condiciones de competitividad de las empresas instaladas en la región central del país, ya que los estándares de calidad del servicio pueden elevarse a los observados en el resto del país.

□ Sociedades de Inversión.- A diciembre de 2010, la participación de las sociedades de inversión y de las Siefos en forma conjunta, representaron el 20% del PIB. De lo anterior se destaca que su porcentaje continuará en ascenso dada la reforma financiera llevada a cabo en 2006, lo que les permite tener mayor margen para ingresar a nuevos mercados, con nuevos productos. En un periodo de diez años ha crecido más de tres veces en relación al PIB, lo cual declara un fuerte crecimiento, a través de la bursatilización de activos.

Finalmente, el cuadro que resume las variables macroeconómicas del mercado mexicano refleja lo que ha pasado en la economía durante diez años, y después, se presenta una proyección de cinco años. La economía mexicana tiene problemas, pero es una economía fuerte e importante en el plano internacional, ello se refleja en lo siguiente:

En una década hemos crecido en promedio 1.8% por año, lo cual habla de una incapacidad para generar crecimiento, no sólo por contrarrestar los efectos de la crisis, puesto que el crecimiento antes de ella es mínimo. Si bien el producto per cápita se ha incrementado en 50% desde el año 2000, la distribución sigue siendo el problema de México. Mientras la inflación se ha mantenido en un dígito y cercano a la meta del banco central, ha ido en detrimento del crecimiento. Nuestras reservas se han más que triplicado, consecuencia de los altos precios del petróleo registrados en los últimos cinco años.

FIGURA 4.19 MÉXICO: PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	Unidades	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
PIB	USD Millones	605,143	649,437	637,056	601,172	677,768	835,855	861,792	950,134	880,718	906,671	1,063,739
PIB Variación Anual	%	3.6	-1.0	0.1	1.4	4.1	3.2	5.2	3.3	1.5	-6.1	5.5
PIB Per Cápita	USD	6,149	6,714	6,912	6,808	7,294	8,167	9,084	9,694	10,216	8,134	9,243
Inflación acumulada	%	8.96	4.40	5.70	3.98	5.19	3.33	4.05	3.76	6.53	3.56	4.40
Inflación anual	%	8.96	4.40	5.70	3.98	5.19	3.33	4.05	3.76	6.53	3.56	4.40
Reservas Internacionales	USD Millones	33,555	40,826	47,931	57,435	61,496	68,669	67,680	77,403	83,313	90,838	116,861
Inversión Extranjera en Bolsa*	%	41	43	43	46	43	45	44	39	ND	38	36
Exportaciones	USD Millones	13,636	12,176	13,435	15,039	15,556	19,394	20,113	23,260	18,684	23,103	28,150 p
Importaciones	USD Millones	15,076	13,463	14,580	16,065	17,812	20,601	21,271	23,796	20,753	23,185	28,254 p
Balanza Comercial	USD Millones	-1,440	-1,287	-1,145	-1,026	-2,258	-1,208	-1,161	-538	-2,069	-81	-105 p
Tasa de desempleo	%	2.17	2.64	2.34	2.94	3.52	2.83	3.47	3.46	4.32	6.41	5.70
Tipo de Cambio	Pesos/USD	9.57	9.14	10.31	11.24	11.26	10.78	10.88	10.85	13.54	13.04	12.35
Cetes 28	%	15.16	11.30	6.88	6.06	8.50	8.22	7.19	7.44	7.68	4.51	4.30
TIIE 28	%	18.85	7.90	8.54	6.29	8.95	8.57	7.37	7.93	8.69	4.92	4.88
Precio Petróleo	USD	24.79	18.61	21.52	24.78	31.05	42.71	53.04	61.64	84.38	57.44	81.46

FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

La balanza comercial se ha mantenido equilibrada, con cierto déficit que puede ser revertido en el mediano plazo. No obstante, la correlación directa que tiene la falta de crecimiento, es el desempleo. Las tasas son crecientes, representando solo la economía formal, dejando fuera toda la economía informal, cuyos números se han publicado en el capítulo tres de esta tesis.

Pese a las eficientes políticas monetarias enfocados al control del tipo de cambio, los aspectos especulativos durante la crisis, revirtieron la fortaleza del peso y su depreciación fue de 24% de 2007 a 2008, realizando subastas de dólares para su contención. La TIIE, siguiendo la tasa de referencia, ha ido a la baja tras una política

monetaria expansiva, en virtud, primero del objetivo inflación y segundo, de las repercusiones que la crisis generó en la liquidez de nuestro mercado.

Para los meses posteriores, la tasa de referencia se mantendría constante en 4.5 puntos, como consecuencia de la incipiente recuperación y del control sobre la inflación doméstica. Una de las variables más volátiles, es el precio del petróleo, correlacionado con variables exógenas a nuestra economía. Sin embargo, mucho nos dice que en el 2000 el precio de la mezcla mexicana fue de 24.79 dólares por barril mientras que en el 2008 fue de 84.38 dólares por barril, con una producción constante, aunque se visualiza una caída de producción que aun no repercute en los ingresos presupuestarios.

Después de una exhausta investigación y ante la imposibilidad de realizar proyecciones econométricas propias por cuestiones de tiempo, el siguiente cuadro de estimaciones que realiza la SHCP, resume las expectativas de crecimiento de las principales variables para Estados Unidos y México en el mediano plazo.

FIGURA 4.20 VARIABLES ESTIMADAS PARA ESTADOS UNIDOS, 2011-2016

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB DE ESTADOS UNIDOS (VAR. REAL ANUAL)	2.8	3.1	3.0	2.8	2.7	2.6
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL DE EU	4.4	3.7	3.3	3.0	2.8	2.8
INFLACIÓN DE EU	1.5	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4
Ti, BONOS DEL TESORO DE EU 3 MESES	0.3	1.7	3.6	4.4	4.4	4.4
Ti, BONOS DEL TESORO DE EU 10 AÑOS	4.7	5.9	6.4	6.5	6.5	6.5
TASA LIBOR 3 MESES PROMEDIO	1.2	1.6	2.1	2.5	2.7	2.7

FUENTE: Elaboración propia con datos de la SHCP, en Criterios de Política Económica 2011.

Sin considerar las variables que están en función de cada indicador, podemos considerar lo siguiente: las estimaciones para el crecimiento de Estados Unidos son claras, promedio de 2.83% de manera anual, México replica ese crecimiento y le agrega 1.3% del crecimiento doméstico para promediar 4.13% de manera anual el mismo periodo. En términos inflacionarios, ambos mantendrán el control como se ha hecho en la última década oscilando en una banda de 3 a 5 para México. La lenta recuperación de Estados Unidos llevará consigo una mejora en las tasas de interés, arrastrando las tasas locales.

Las fluctuaciones del déficit comercial de México se mantendrán constantes y sin peligro de generar un desequilibrio de importancia, el déficit estará próximo al 1%. Los precios del petróleo no están reportados en el cuadro, sin embargo, las proyecciones apuntan a precios de 65 dólares en promedio anual por barril en 2012 y de 73 para 2016, para mayor información véase los Criterios de Política Económica 2011 de la SHCP en la página 97 y siguientes.

FIGURA 4.21 VARIABLES ESTIMADAS PARA MÉXICO, 2011-2016

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
PIB DE MÉXICO (VAR. REAL ANUAL)		3.8	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
INFLACIÓN DE MÉXICO		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Ti NOM. PROM.		5.0	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
Ti REAL ACUM.		1.8	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0
CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB)		-1.2	-1.5	-1.8	-1.9	-2.0	-2.2
OFERTA AGREGADA	variación% anual	6.6	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1
IMPORTACIONES		15.0	11.7	11.2	10.8	10.5	10.1
DEMANDA AGREGADA		6.6	6.2	6.2	6.2	6.2	6.1
CONSUMO		3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL		6.3	6.2	6.3	6.5	6.6	6.7
EXPORTACIONES		13.8	11.2	10.5	9.9	9.4	9.0

FUENTE: Elaboración propia con datos de la SHCP, en Criterios de Política Económica 2011.

Hay un indicador que se mantiene constante, la formación bruta de capital, en 6.4% anual. Ello indica la falta de crecimiento, y la falta de inversión directa, diferenciando la inversión de cartera que debería ser menor a la inversión directa. La formación de capital en su conjunto, implica inversión en activos financieros e inversión en activos industriales. Su escasa inversión en economía real, debe generar alternativas de políticas económicas para el desarrollo económico del país. Este capítulo se concluye con un análisis del mercado de deuda nacional, al ser el más importante en la estructura financiera. La deuda gubernamental es la razón de ser de este mercado, no sólo de México sino de cualquier otra economía.

La emisión de deuda como fuente de financiamiento es indispensable en toda economía, el desarrollo de proyectos de infraestructura a largo plazo, actualmente se emiten CETES, BONDES D, UDIBONOS, BONOS M, Bonos del Banco de México y del IPAB, de

la parte corporativa a corto plazo se emiten bonos a cupón cero, a tasa flotante y otros; a largo plazo se emiten bonos corporativos y gubernamentales, así como de paraestatales, terminando con los valores bancarios. En general el mercado ha crecido más del 50% en los últimos 5 años, lo que se traduce en un mercado competitivo y de gran importancia, la propuesta es fortalecerlo con nuevos instrumentos de los que ya se habló en el capítulo 4.3 y 4.4.

FIGURA 4.22 MERCADO DE DEUDA, MONTOS EN CIRCULACIÓN EN MILLONES DE PESOS, 2000-2010

	2006	2007	2008	2009	2010
Gubernamental, Banxico y Bonos IPAB	2,407,846	2,739,826	3,037,165	3,458,053	3,779,651
Gubernamental	1,702,665	2,035,771	2,310,861	2,692,926	2,995,726
Cetes	376,618	365,605	375,805	520,821	564,905
Bondes D	199,463	354,887	432,140	469,552	400,754
Udibonos	155,327	235,327	334,929	433,884	531,679
Bonos M	756,435	942,443	1,109,987	1,248,069	1,498,388
Banxico	111,718	14,342	1,831	1,817	1,615
IPAB	593,463	689,713	724,473	763,310	782,310
Deuda Corporativa	567,164	619,076	709,723	785,587	863,477
Corto Plazo	60,320	59,165	60,417	64,913	30,992
Cupón Cero	27,974	19,789	24,794	20,453	13,882
Tasa Flotante	27,191	30,307	28,398	20,779	14,118
Otros	5,155	8,802	7,225	23,682	3,052
Largo Plazo	475,519	540,746	612,525	675,767	783,950
Corporativos	177,228	229,868	257,485	294,229	322,180
Estado y Municipios	31,348	40,942	49,901	52,667	56,125
Paraestatales	247,321	212,564	221,573	229,640	270,822
RBM's	19,562	57,373	83,566	99,231	134,822
Otros	24,839	19,164	36,781	44,907	48,536
Valores Bancarios	369,788	435,725	231,058	377,235	594,218
Pagarés Rend. Al Vto.	243,479	286,427	60,332	199,420	327,090
Certificados de Depósito	61,160	73,425	81,533	73,403	113,366
CB's Bancarios	55,892	64,052	81,217	83,286	130,518
Otros	9,257	11,821	7,976	21,126	23,244
Total	3,344,798	3,794,627	3,977,946	4,260,875	5,237,346

FUENTE: Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011.

El sistema bursátil mexicano, debe mantener su crecimiento y darle mayor acceso al financiamiento de empresas pequeñas y medianas, brazo productivo del país. El acceso a este tipo de financiamiento, mediante sociedades anónimas promotoras de inversión bursátil (SAPIB), permitiría:

- La modificación de los costos y la toma de riesgos de inversión en la estructura financiera de la emisora.
- Financiamiento sin restricciones, sin la desventaja de una alta tasa de interés
- Mejorar la administración de la empresa.
- Se consigue mayor flexibilidad y mayor liquidez financiera.
- Obtención de financiamiento para proyectos de inversión a largo plazo que, mediante la emisión de deuda, permite conseguir liquidez sobre activos no líquidos, consiguiendo mayor diversificación de riesgos.

La estructura del sistema financiero permite la incorporación de este tipo de empresas a la Bolsa Mexicana de Valores, pero se necesita de restricciones que garanticen la supervivencia de las empresas que inicien cotización. Además, es necesario crear un sistema de gravamen fiscal progresivo sobre las utilidades conseguidas. Este sistema de gravamen debe incorporarse con el cuidado necesario de no reducir la inversión, sino de darle mayor seguridad y mantener el control, generando garantías en situaciones de crisis.

La supervisión y la regulación deben ser los objetivos primeros y últimos sobre los que debe descansar las estrategias de inversión, hechas desde las entidades públicas. En sincronía con los nuevos acuerdos de Basilea III, deben de ejercer las recomendaciones sobre los candados que deben mantenerse cerrados para evitar la gestación de crisis internas y minimizar las crisis externas.

Este mecanismo de supervisión y regulación financiera debe ser una estrategia de prevención y no de corrección, generando confianza sobre los flujos de inversión tanto nacional como extranjera. La realización de estas estrategias debe favorecer un círculo virtuoso de inversión directa y de cartera, generando producción en la economía real, lo cual sería una base importante para la inversión en valores financieros.

Los inversionistas deben de tener claro que México es un país *emergente*, con potencial de desarrollo en los próximos años, cuyos problemas estructurales vienen correlacionados más por vulnerabilidad de seguridad pública y de distribución de ingresos, que por fragilidad financiera, como le ocurre actualmente al sur de Europa (PIGS) Portugal, Italia, Grecia y España; sumándose países como Islandia y Hungría.

Los nuevos vehículos de inversión, producto de la ingeniería financiera internacional, son en México una alternativa de inversión con mejores coberturas, consecuencia de los antecedentes que tuvieron durante la crisis y de los nuevos emisores de valores que se han ido incorporando en el sistema bursátil. Los fondos de inversión se han ido diversificando, dejando lo tradicional como las acciones y los cetes, y sus nuevas figuras como los ETF's, los CKD's, los PPS como alternativas de inversión en proyectos de infraestructura, generan mayor dinamismo en la actividad financiera.

El mal uso que se les dio a los derivados, no debe minimizar su importancia ni sus ventajas. El uso adecuado de estos instrumentos debe fortalecerse para mejorar el desempeño del financiamiento bursátil. El uso de opciones, futuros, fondos de cobertura, swaps, benchmarks, en cualquiera de sus modalidades, deben estar supervisados y regulados por las CNBV, la CONSAR y la CNSF, ya que las funciones actuales se limitan a la supervisión del uso de estos instrumentos de manera aislada y no de manera conjunta, además de que no tienen las facultades necesarias para efectuar las sanciones de quienes se hagan meritorias por el mal uso de los instrumentos de inversión financiera.

Después del impacto de la crisis, la recuperación del mercado mexicano, como las del todo el mundo, está en un proceso lento aun limitado por la lucha por la estabilización de las variables macroeconómicas. En México, si bien se han conseguido estabilizar indicadores importantes tras la crisis, como la inflación, el tipo de cambio, las finanzas públicas; los problemas internos, dejando de lado el ritmo de recuperación de Estados Unidos, son los que mantienen en estancamiento a la economía nacional.

La economía informal unida al desempleo, la crisis de seguridad nacional y la caída del flujo de remesas, son las tres principales variables que impactan de manera negativa al producto interno bruto. Lo que se plantea como alternativa es la implementación de los programas de desarrollo a largo plazo, con políticas económicas enfocadas al mercado interno. A pesar de ello, existen sectores que tienen una perspectiva de crecimiento positivo que abre oportunidades de inversión en materia bursátil.

Los sectores de consumo final presentan expectativas de rendimientos a futuro en nuestro país, el sector de *retail* es el principal indicador, aunque la volatilidad está en función de la inflación y del ingreso, son una alternativa de inversión. Las telecomunicaciones es un sector que tuvo caídas importantes durante la crisis, pero una

vez superada, sus expectativas son aun más generosas, superando la crisis legal por la que atraviesa el sector, se espera que la apertura al mercado y la regulación de los monopolios generen mayor competencia, además, las nuevas oportunidades con la oferta de triple y cuádruple play, así como de la transformación de los medios analógicos a digitales, y la incorporación de la fibra óptica; lo cual permite considerar que este sector tendrá un amplio dinamismo alineado con la incorporación de nuevos usuarios a las telecomunicaciones, su potencial de desarrollo a mediano plazo es alto.

Los sectores anteriores mantienen las mejores expectativas de rendimiento a corto y mediano plazo, sin embargo la estrategia para protegerse de la volatilidad que estos mercados presentan, es el mercado de deuda. Sin duda, el sector que garantiza el mejor índice riesgo-rendimiento, y no solo en México, es el mercado de deuda. No sólo de la emisión gubernamental, sino también de las emisoras empresariales que buscan planes de financiamiento para proyectos de inversión a largo plazo.

Si bien el Estado ha generado más proyectos de esta naturaleza, la parte privada ha estado como su complemento, a corto y mediano plazo, los proyectos de infraestructura que se han planteado genera oportunidades de inversión. Los proyectos a largo plazo en infraestructura ponen a este sector como el complemento al de *retail* y al de telecomunicaciones, como cobertura al momento de realizar las estrategias de inversión.

De manera lógica, depende del perfil de cada inversionista, sea privado o público, institucional o no. Sin embargo, en términos generales, este es el esquema que presenta el sistema bursátil en México.

CONCLUSIONES GENERALES

Las consecuencias de la crisis financiera han deprimido la economía global, el contagio ha sido de manera inmediata en todo el mundo. Lo que se conformó en los años 90 como la nueva arquitectura financiera, no generó las medidas anticrisis suficientes para detectar y prevenir una crisis como la del 2008.

La sustitución de los acuerdos de Basilea II por Basilea III, desliza la importancia del gobierno corporativo hacia una regulación y supervisión financiera, realizadas por el Estado, con controles más estrictos sobre índices de solvencia principalmente. La crisis hipotecaria impactó en la economía real mexicana a través de la caída de las exportaciones, en la entrada de la IED y del PIB. El sector hipotecario, al ser incipiente, no fue afectado de manera importante.

Las crisis son inherentes al sistema económico, el diseño de estrategias que ayuden a predecir una crisis está en el control de una regulación financiera menos laxa por parte del Estado. La intervención de las autoridades monetarias y financieras durante la crisis en México fue adecuada al conseguir la estabilidad de variables macroeconómicas más vulnerables a la crisis, aunque a costa del crecimiento.

La globalización financiera después de la crisis, busca la estabilidad y la restauración de su fragilidad en base a nuevos acuerdos tomados entre las instituciones multilaterales, las autoridades monetarias y los agentes financieros que operan el mercado. La exposición al riesgo financiero internacional que tiene un país es alta, por lo que se debe diseñar estrategias para contrarrestar sus efectos.

De manera doméstica, esta tesis planteó la necesidad de realizar supervisión y regulación financiera estricta, fundamentalmente en el uso de instrumentos de inversión, en el gravamen progresivo a las utilidades financieras y, retomando la consideración de Basilea III, el control sobre el índice de solvencia de las instituciones financieras.

Por otro lado, el vínculo que debe tener el sector productivo con el sector educativo no se ha logrado consolidar y es fundamental para generar ciencia e ingeniería aplicada a la economía. El precedente debe ser la inversión en educación, la generación

de conocimiento como consecuencia lógica, debe ser consolidada en los tres sectores económicos.

El Estado no debe estar dissociado del sector privado, tal como lo enfatizan las teorías liberales. En el sentido opuesto, como se ha caracterizado desde la teoría socialista, tampoco debe suprimir la figura del inversionista o empresario, al considerarlo un ente especulador. Ambos deben ser complementos, el Estado no debe limitarse a tareas exclusivas de regulación económica, debido a ello, la Banca de Desarrollo debe incorporar la figura de un Estado promotor de la inversión productiva.

La iniciativa privada también debe incorporar los elementos para realizar inversión productiva, generando un impacto positivo en la economía real, al ser generador de empleos, de productos con valor agregado y como consecuencia, impulsar el desarrollo de la economía financiera.

Los factores que han deprimido el crecimiento económico son el problema de seguridad nacional, la economía informal y el desempleo, la disminución del flujo de remesas; sumado a ello, la caída de las exportaciones al seguir estancada la economía de Estados Unidos. De lo anterior, a través del turismo y el petróleo, las reservas internacionales se han destinado a suavizar los efectos de la crisis. El tipo de cambio, la inflación, la balanza fiscal y las tasas de interés se han estabilizado por la intervención de las autoridades financieras y monetarias.

Sin un plan de desarrollo a largo plazo, el crecimiento de nuestra economía seguirá a expensas del arrastre de la economía de Estados Unidos, el fortalecimiento del mercado interno debe ser un pilar en el diseño de las políticas económicas. Los sectores fundamentales son: sector agrario, industrial (energética, telecomunicaciones, transportes, transformación) y educativo; como parte de la política social, la inversión en salud y vivienda.

En el corto plazo es necesario continuar con un esquema de importación de bienes de capital para el suministro de las cadenas productivas, sin embargo la sustitución de tecnología debe ser un proceso a largo plazo. La inversión en infraestructura debe ser la fuente de crecimiento para la economía, las ventajas comparativas al ser un exportador

de materias primas y bienes de bajo valor, a cambio de la importación de bienes de alto valor agregado, nos limita a mantener tasas de crecimiento cercanas a cero.

Las acciones que se han tomado para regular la competencia económica en nuestro país, han estado marcadas por el cabildeo constante por parte de las empresas de mayor peso en México, la penalización en prácticas monopólicas no se ha puesto en práctica, por lo que los diversos sectores presentan impedimentos para la libertad de competencia, si bien existen conflictos legales como es el caso de las telecomunicaciones para generar competencia, en el sector financiero existen las mismas condiciones de oligopolios que impiden el sano desarrollo de las empresas financieras de capital limitado.

La Comisión Federal de Competencia, en coordinación con las autoridades financieras, se le ha otorgado de mayor autoridad para penalizar y enjuiciar situaciones monopólicas. Es necesaria la apertura del mercado, teniendo en cuenta dos esquemas competitivos, una para pequeñas y medianas empresas y otra para grandes corporaciones. De lo anterior, las políticas económicas a largo plazo deben incorporar necesariamente los siguientes puntos:

- Incentivar inversiones con tasas de interés bajas
- Política fiscal aumentando la base gravable e incorporando un régimen tributario progresivo sobre la renta
- Aumentar la inversión pública en infraestructura
- Fomento de pequeñas y medianas empresas
- Regulación monopólica
- Inversión en ciencia e ingeniería
- Desarrollo del mercado interno
- Política energética de incorporación de generación de energía alterna al petróleo
- Apoyo a las actividades primarias

Si bien las crisis, en analogía con las guerras, representan el papel de la destrucción creadora, un mal necesario, al mismo tiempo permite el desarrollo e impulso de nuevos sectores. La introducción de nuevos instrumentos de inversión permite diseñar mejores estrategias en mercados de capitales relacionados con las telecomunicaciones y

con los sectores de *retail* (minoristas), en diversificación con el mercado de deuda, representan sectores dinámicos para los próximos años en México.

De acuerdo con la hipótesis sobre las consecuencias de la crisis financiera *subprime*, se acepta y se complementa con las consideraciones hechas para el diseño de políticas económicas encaminadas al desarrollo económico de México. El impacto de la crisis ha sido negativo y de acuerdo al ritmo de recuperación de Estados Unidos, será el desempeño de nuestra economía.

Por otra parte, la falta de regulación y supervisión financiera, no solo en México sino en todo el mundo; ha llevado a posiciones de alto riesgo a los agentes de la economía, desencadenando en la actual crisis. Por lo cual es necesario definir la regulación, por ejemplo de las calificadoras. De la hipótesis, también se concluye que es fundamental desarrollar el mercado interno para ayudar al crecimiento económico.

De acuerdo a los objetivos planteados en esta tesis, las tendencias que en un principio se propusieron, estuvieron limitadas por la falta del desarrollo de un modelo econométrico. Cabe mencionar también que los objetivos de analizar el impacto de la crisis en nuestro país se cumplieron, reconociendo la dependencia comercial con Estados Unidos, por lo que es necesario diversificarse con mercados emergentes y también con el mercado interno.

La última parte de los objetivos no fueron cumplidos, debido a que tendían a extenderse demasiado; ello, referente al análisis de la política económica aplicada desde 1990 en nuestro país. De la misma forma, faltó ampliar el análisis del establecimiento de una nueva arquitectura financiera, con factores como Basilea III, entre otros.

ANEXOS

Nota: Todos los cuadros del anexo fueron tomados del Reporte Anual 2010, del Banco de México, de su anexo estadístico. Se publican en esta tesis exclusivamente con fines de informativos.

Principales Indicadores Monetarios y Financieros				
	2007	2008	2009	2010
Agregados Monetarios ^{1/}	Variación real anual en por ciento			
Base Monetaria	8.28	7.11	10.12	5.26
M1	5.48	2.80	7.23	5.44
M4	6.94	6.96	7.54	5.71
Ahorro Financiero Interno ^{2/}	6.87	7.04	7.39	5.70
	Por ciento del PIB			
Base Monetaria	3.69	3.86	4.57	4.55
M1	10.40	10.43	12.04	12.01
M4	47.50	49.56	57.38	57.38
Ahorro Financiero Interno ^{2/}	44.22	46.17	53.39	53.38
Tasas de Interés Nominales ^{3/}	Tasas anuales en por ciento			
TIE 28 días	7.66	8.28	5.93	4.91
Cetes 28 días	7.19	7.68	5.43	4.40
CFP	5.00	5.69	4.25	3.41
CCP	5.99	6.73	5.07	4.17
Tipo de Cambio ^{4/}	Pesos por dólar			
Para Solventar Obligaciones en Moneda Extranjera	10.8662	13.5383	13.0587	12.3571
Bolsa Mexicana de Valores ^{4/}	Índice base octubre de 1978=100			
Índice de Precios y Cotizaciones	29,537	22,380	32,120	38,551

1/ Calculada con base en el promedio de saldos mensuales.

2/ Se define como el agregado monetario M4 menos los billetes y monedas en poder del público.

3/ Promedio de observaciones diarias o semanales.

4/ Fin de periodo.

Principales Indicadores del Sector Externo

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 ^a
Balanza de Pagos								
Cuenta Corriente	-7.2	-5.2	-5.1	-4.8	-9.0	-16.3	-6.3	-5.7
Balanza Comercial	-5.8	-8.8	-7.6	-6.1	-10.1	-17.3	-4.6	-3.1
Cuenta de Capital	18.5	14.2	16.5	-2.0	22.1	27.2	18.9	36.0
Inversión Extranjera Directa	15.7	24.8	24.0	20.4	29.7	25.9	15.2	17.7
Variación de las Reservas Internacionales Netas	9.5	4.1	7.2	-1.0	10.3	7.5	5.4	22.8
Saldo de las Reservas Internacionales Netas	57.4	61.5	68.7	67.7	78.0	85.4	90.8	113.6
Cuenta Corriente	-1.0	-0.7	-0.6	-0.5	-0.9	-1.5	-0.7	-0.5
Cuenta de Capital	2.6	1.9	1.9	-0.2	2.2	2.5	2.1	3.5
Comercio Exterior								
Exportaciones	2.3	14.1	14.0	16.7	8.8	7.2	-21.1	29.8
Petroleras	25.5	27.2	34.8	22.4	10.2	17.7	-39.0	34.8
No Petroleras	0.0	12.4	11.0	15.7	8.5	5.2	-17.4	29.1
Manufacturas	-0.7	12.2	11.0	15.7	8.4	5.1	-17.8	29.5
Resto	20.9	19.0	8.9	14.1	12.2	7.4	-6.6	19.2
Importaciones	1.1	15.4	12.7	15.4	10.1	9.5	-24.0	28.6
Bienes de Consumo	1.6	18.1	24.0	17.1	16.7	11.3	-31.5	26.2
Bienes Intermedios	1.8	15.5	10.3	15.0	8.8	7.9	-22.9	34.5
Bienes de Capital	-3.7	11.8	16.0	16.4	10.1	16.4	-21.6	-1.3
Deuda Externa Bruta y Pago de Intereses^{1/}								
Deuda Externa Total	81.2	72.8	66.2	55.6	57.7	58.3	60.3	56.6
Sector Público ^{2/}	40.1	35.0	27.8	18.4	17.1	16.6	35.5	32.4
Sector Privado	41.0	37.8	38.4	37.2	40.7	41.7	24.8	24.2
Pago de Intereses ^{3/}	5.9	5.0	4.8	4.7	4.6	4.2	4.3	3.7
Deuda Externa Total	22.8	21.7	20.1	17.4	18.1	18.0	19.3	18.9
Sector Público ^{2/}	11.3	10.4	8.4	5.8	5.4	5.1	11.7	11.0
Sector Privado	11.5	11.3	11.6	11.7	12.7	12.9	7.6	7.9
Pago de Intereses ^{3/}	1.7	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2

1/A partir de 2009, la deuda asociada a Pádrifregas pasa del sector privado al sector público.

2/ Incluye al Banco de México.

3/ Incluye a los sectores público y privado.

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Flujos de Inversión Extranjera

Millones de dólares

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 ^p
Total	16,358.4	27,303.1	30,163.8	25,736.7	37,041.7	28,314.4	22,853.2	41,494.5
Inversión Directa	15,737.4	24,817.9	24,037.0	20,419.5	29,714.2	25,864.5	15,205.7	17,725.9
Nuevas Inversiones	6,501.5	14,856.8	12,684.3	6,510.9	15,869.5	10,205.2	6,633.6	11,355.0
Reinversión de Utilidades	2,104.9	2,524.9	4,031.8	7,749.6	8,079.8	7,795.8	4,377.1	2,783.2
Cuentas entre Compañías	7,131.0	7,436.2	7,320.9	6,159.0	5,764.8	7,863.5	4,195.0	3,587.7
Inversión de Cartera	621.0	2,485.2	6,126.8	5,317.2	7,327.5	2,449.9	7,647.5	23,768.6
Mercado Accionario	-123.3	-2,522.2	3,352.9	2,805.2	-482.1	-3,503.3	4,168.9	641.3
Mercado de Dinero	744.3	5,007.4	2,773.9	2,512.0	7,809.6	5,953.2	3,478.6	23,127.3

p/ Cifras preliminares

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Ingresos del Sector Público Presupuestario: 2005-2010

Por ciento del PIB

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ingresos Presupuestarios	21.1	21.8	22.0	23.4	23.6	22.5
Clasificación I						
Gobierno Federal	15.3	15.0	15.1	16.8	16.8	15.8
Tributarios	8.8	8.6	8.9	8.2	9.5	9.6
ISR-IETU-IDE	4.2	4.3	4.7	5.1	5.0	5.2
ISR ^{1/}	4.2	4.3	4.7	4.6	4.5	4.8
IETU	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	0.4	0.3
IDE	n.a.	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.1
IVA	3.4	3.7	3.6	3.7	3.4	3.8
IEPS	0.5	-0.1	-0.1	-1.4	0.4	0.0
Impuesto a los Rendimientos Petroleros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
No Tributarios	6.5	6.4	6.3	8.7	7.3	6.2
Derechos	5.3	5.8	5.1	7.7	4.3	5.1
Productos	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Aprovechamientos	1.1	0.6	1.1	0.9	2.9	1.1
Organismos y Empresas ^{2/}	5.8	6.8	6.8	6.6	6.8	6.7
Pemex	2.0	3.1	3.3	3.0	3.2	2.9
Otros	3.8	3.7	3.5	3.7	3.6	3.8

Ingresos del Exterior por Remesas Familiares

	2006	2007	2008	2009	2010 ^{p/}
Remesas Totales (Millones de dólares)	25,566.8	26,049.6	25,138.6	21,244.7	21,271.2
Por Ordenes de Pago (Money Orders)	1,359.7	859.7	598.6	386.2	389.7
Por Medios Electrónicos	23,854.0	24,802.7	24,113.7	20,547.5	20,583.3
En Efectivo y Especie	353.2	387.3	426.2	311.0	298.2
Número de Remesas (Miles)	74,184.6	75,635.8	72,618.6	66,936.9	67,434.7
Por Ordenes de Pago (Money Orders)	2,844.6	1,585.9	1,353.3	866.4	816.1
Por Medios Electrónicos	70,697.7	73,278.7	70,478.0	65,381.4	65,930.0
En Efectivo y Especie	642.3	771.2	787.2	689.1	688.6
Remesa Promedio (Dólares)	345	344	346	317	315
Por Ordenes de Pago (Money Orders)	478	542	442	446	478
Por Medios Electrónicos	337	338	342	314	312
En Efectivo y Especie	550	502	541	451	433

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

BIBLIOGRAFÍA

1. Alexander, Kern, John Eatwell, Avinash Persaud, and Robert Reoch. (2007) Financial Supervision and Crisis Management in the EU. European Union Policy Department Economic and Scientific Policy Study IP/A/ECON/IC/2007-069.
2. Akerlof G. y Shiller R., *Animals Spirits*, Princeton University Press 2009.
3. Allen F. y Gale G., Financial Contagion, *The Journal of Political Economy*, vol. 108, No. 1, (Feb., 2000).
4. Bernanke, Ben S. (2004) International Monetary Reform and Capital Freedom. Remarks by Mr Ben S Bernanke, Member of the Board of Governors of the US Federal reserve System, at the Cato Institute 22nd Annual Monetary Conference, Washington, DC, 14 October.
5. Blundell-Wignall, Adrian. (2008) The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform. OECD Presentation.
6. Buitter, Willem H. and Anne Sibert. (2008) The Icelandic Banking Crisis and What to Do about It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas. Center for Economic Policy Research Policy Insight No. 26.
7. Campos Pérez T., *Financiamiento a las Pymes a través del Mercado de Valores*, Tesis de Maestría, México 2010.
8. Correa, Eugenia y Alicia Girón, *Economía Financiera Contemporánea*, México UNAM 2004.
9. Crotty, James and Gerald Epstein. (2008) Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown. University of Massachusetts, Amherst, PERI Working Paper No. 181.
10. d'Arista, Jane and Stephany Griffith-Jones. (2006) The Dilemmas and Dangers of the Build-Up of US Debt: Proposals for Policy Responses. Chapter 4, *Global Imbalances and the US Debt Problem - Should Developing Countries Support the US Dollar?* Fondad, The Hague, November.
11. Davidson, Paul. (2008) How To Solve The U.S. Housing Problem and Avoid A Recession: A Revived HOLC and RTC. New School CEPA Policy Note, January.
12. Eatwell, John. (2002) The New International Financial Architecture: Promise or Threat? Cambridge CFAP Lecture, May 22.
13. Flood Robert & Garber Peter, *Collapsing Exchange-Rate Regimes*, University of Rochester, NY USA, 1983.
14. Galbraith J. K., *El Crac del 29*, México, Ed. Ariel 2000.
15. Gordon Brian, *Hedges in the Warehouse: The Banks Get Trimmed*, del reporte número 49 de la Reserva Federal del Banco de Chicago, abril 2008.
16. Keynes John M., *Teoría general de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, México F.C.E. 2005.
17. Kindleberger C., *Manias, Panics and Crashes*, Ed. Wiley 2005.
18. Knight M., *Developing Countries and the Globalization of Financial Markets*, FMI Birmingham Inglaterra 1998.
19. Kregel, Jan. (2008) Minsky's Cushions of Safety: Systemic Risk and the US Subprime Mortgage Market. Levy Economics Institute Public Policy Brief No. 93.
20. Krugman, Paul R., *Currencies and Crisis*, Cambridge Massachusetts: The MIT Press, 1992.
21. Menger Carl, *Principios de Economía Política*, Ed. Orbis, Barcelona 1997.
22. Misky H., *The Financial Inestability Hypothesis*, Working Paper número 74, The Jerome Levy

- Economics Institute of Bard College, 1992.
23. Ortiz Cruz Etelberto, *Hacia una Política Financiera y Monetaria para el Cambio Estructural y el Crecimiento*, Plaza y Valdés, México 2003.
 24. Paul Krugman, *Economía Internacional, Teoría y Política*, Ed. Pearson Education, 2007.
 25. Pedro Vázquez Colmenares, *La Política no Basta*, ED. AGT editor S.A., México abril 2006.
 26. Persaud, Avinash. (2000). *Sending the Herd off the Cliff Edge: The disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices*. State Street Bank.
 27. Ricardo David, *Principios de Economía Política*, México, F.C.E. 1959.
 28. Schumpeter Joseph A., *History of Economic Analysis*, New York, Oxford University Press, 1959.
 29. Smith Adam, *Investigación sobre la Naturaleza y Causa de las Riquezas de las Naciones*, México F.C.E. 2004.
 30. Stiglitz J. / A. Charlton, *Comercio Justo Para Todos*, Ed. Taurus 2007.
 31. Stiglitz J., *Globalization and its Discontents*, Ed. W. W. Norton and Company, New York, 2003.
 32. Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review* 71, 393-410.
 33. *Teoría de los Sentimientos Morales*, México, F.C.E. 1979.
 34. Weber Max, *Historia Económica General*, México F.C.E. 1961.

ARTÍCULOS

- Criterios de Política Económica, vol. 2009, vol. 2010 y vol. 2011, SHCP
- Evolución y Análisis del Mercado de Derivados en México, Redalyc Vol. 22, Núm. 61, septiembre-diciembre, 2009, pp. 285-311
- Informe Anual, ed. 2009 y ed. 2010, Banco de México
- The Future of the Global Financial System, World Economic Forum, Davos 2009
- Valores, Boletín Informativo, AMIB, Núm. 30, Abril 2011

REFERENCIAS WEB

- RTE Business. (2008) EU Eyes More Regulation in Answer to Crisis. November 4. <http://www.rte.ie/business/2008/1104/ecofin.html>
- Risk.net. Basel II Backlash, Winter 2008, <http://www.risk.net/public/showPage.html?page=665558>
- http://www.revistacomercioexterior.com/noticias/print.php?story_id=174
- <http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/pdfs/361/08joseantoniomorales.pdf>
- <http://portafoliodeinformacion.cnbv.gob.mx/Paginas/default.aspx>
- Federal Reserve Board Governor Kevin Warsh, The Promise and the Peril of the New Financial Architecture: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20081106a.htm>.