



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

FACULTAD DE ECONOMÍA

**PROCESOS DE INNOVACIÓN FINANCIERA EN EL SISTEMA
BANCARIO MEXICANO, BANCA COMERCIAL 2000 – 2010**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

CARLOS AGUSTÍN MIRANDA MEDINA

DIRECTORA DE TESIS:

MAESTRA PATRICIA RODRÍGUEZ LÓPEZ

2014





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.

INDICE.	
INTRODUCCIÓN	2
CAPITULO I	
ENFOQUES TEÓRICOS.....	4
ENFOQUE NEOCLÁSICO	4
ENFOQUE KEYNESIANO	9
LA ESCUELA POSTKEYNESIANA.....	14
MONETARISMO	17
CONCLUSIONES	23
CAPITULO II	
ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.....	27
EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS.	28
ESTRUCTURA DE LA BANCA COMERCIAL	31
POLÍTICA CAMBIARIA Y APERTURA COMERCIAL	40
NUEVOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	44
	BANCA Y CRÉDITO
	51
	AHORRO EN MÉXICO.....
	58
	CONCLUSIONES
	66
	CAPITULO III
	INNOVACIÓN FINANCIERA EN EL SISTEMA BANCARIO MEXICANO
	68
	INNOVACIÓN FINANCIERA
	68
	PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA
	73
	BANCARIZACIÓN
	79
	MERCADOS FINANCIEROS.....
	81
	MERCADO DE PRODUCTOS DERIVADOS
	88
	Mercado Organizado de derivados MEXDER
	94
	CONCLUSIONES
	97
	CONCLUSIONES GENERALES
	100
	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS
	103

INTRODUCCIÓN

Esta tesis de Licenciatura busca, en primer lugar, ser una investigación que con base en las teorías económicas presentadas, establezca una relación con las evidencias empíricas del sector financiero en México, especialmente en lo referente al uso de las innovaciones financieras como detonante del crecimiento económico, en éste sentido, se buscará que a lo largo de la investigación las evidencias, ideas y conclusiones obtenidas tengan una referencia en las concepciones básicas de las escuelas de pensamiento económico mas aceptadas hoy en día; éste objetivo obedece a la necesidad de toda disciplina social de relacionar los postulados teóricos con la realidad.

A partir del objetivo anterior, se pretende realizar un análisis del papel de la banca comercial en México durante el periodo que va de 2000 a 2010, bajo la Hipótesis de que en México las innovaciones financieras aunque guardan una relación positiva con el crecimiento del PIB, no han logrado aun expandir sus beneficios a la economía en su conjunto; sin embargo, se considera que durante esos años la banca comercial ha desempeñado un papel central en el crecimiento del sector en tanto agente fundamental para la inversión y el ahorro. El análisis profundizará una revisión de las innovaciones financieras ya que se consideran parte importante de éste mercado y una de las herramientas principales de la banca tanto para la colocación de productos como para la diversificación de riesgos. Se busca analizar el impacto que generan las innovaciones en el crecimiento del sector financiero y económico, se realizará un análisis del mercado de productos derivados en el que se pretende mostrar la importancia que éstos tienen a nivel mundial y la evolución que han mostrado durante los últimos años en México.

Para lograr los objetivos antes mencionados, éste trabajo se ha dividido en tres capítulos. En el primero se consideró importante realizar un recuento de los enfoques teóricos de las principales líneas de pensamiento de la economía actual que deben considerarse para comprender la realidad económica con énfasis en el sector financiero, lo que se pretende con ello es construir un puente de apoyo entre conceptos, causalidades y postulados teóricos y la realidad de los mercados, intermediarios y acontecimientos históricos que se mencionarán en el desarrollo de los capítulos dos y tres, una vez analizado esto el primer capítulo servirá como la base para ver desde una perspectiva teórica la actualidad económica y financiera de México.

En el segundo capítulo se revisó el comportamiento del sector financiero, específicamente la banca, en México durante los últimos treinta años para contextualizar al lector de las distintas etapas, facetas y procesos del sector que contribuyan a tener una visión completa y comprender la situación actual de la Banca Comercial, como complemento se analiza en peso de los tres sectores de la economía en México para resaltar la relevancia a de cada uno y su respectiva participación en el crecimiento económico.

Una vez que conocimos el camino recorrido por la banca comercial para llegar a la situación actual y que podemos ver desde una perspectiva teórica los cambios estructurales que se realizaron a lo largo de los últimos años (capítulos uno y dos), me enfoco en revisar cuál ha sido el impacto que las innovaciones financieras generaron en los últimos diez años en la banca en México, para esto, en el tercer capítulo se analizan dichas innovaciones y se comparan los principales conceptos y características de los instrumentos financieros utilizados en los mercados nacionales e internacionales, además se considera un estudio realizado por Amador y García en 2008 donde se comparó la proporción del agregado monetario M2/PIB, ésta relación representa el nivel de profundización financiera de un país lo que nos muestra el grado de vinculación entre los participantes del sector financiero y el crecimiento de la economía, adicionalmente en éste trabajo se utilizó el mismo modelo para actualizar los datos a 2011 y se aplicó a México, EUA. España y Brasil.

CAPITULO I

ENFOQUES TEÓRICOS

En este capítulo se hará una revisión teórica repasando algunas de las premisas de las corrientes económicas más importantes y de mayor aceptación en el ámbito académico, con la intención de poner en la mesa las ideas que los teóricos económicos han postulado e intentar contextualizarlas en la realidad de la economía mexicana contemporánea, específicamente en el mercado financiero. Resulta evidente que el periodo de estudio de éste trabajo –una década- es insuficiente para determinar una relación directa con alguna de las teorías expuestas, sin embargo al ser la economía mexicana una economía capitalista de mercado, con una intensa interacción en el mercado global, resulta útil hacer análisis e intentar vincular la realidad de las variables con los postulados teóricos.

Con ello también podremos observar una serie de causalidades lógicas, que si bien no siempre se cumplen, nos son de gran utilidad para comprender algunos hechos económicos y con ello tener herramientas para discutir las medidas económicas adoptadas.

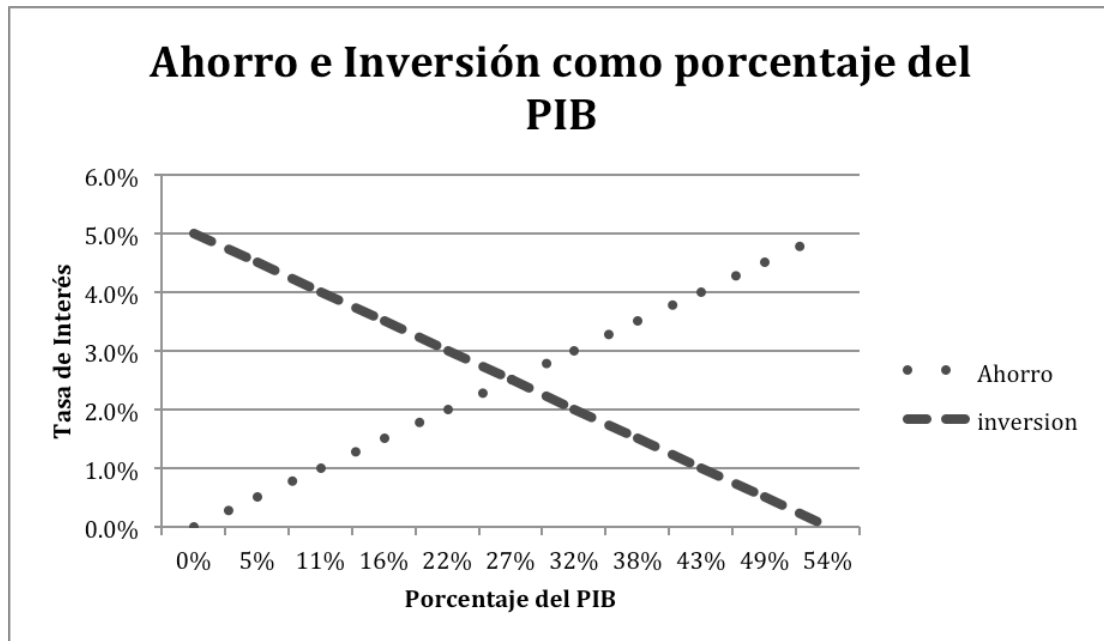
A continuación se comentarán cuatro corrientes de pensamiento económico y las premisas bajo las cuales sus defensores han intentado explicar los hechos económicos en las economías de mercado.

ENFOQUE NEOCLÁSICO

Uno de los supuesto básicos de este enfoque es el de competencia perfecta, si este primer supuesto se cumple, existirán las condiciones necesarias para que los individuos quieran incrementar su beneficio presente o futuro, de hecho el ahorro está definido por la parte del ingreso que un individuo no consume hoy, para consumirlo en el futuro, a cambio de esta abstención el individuo recibirá una tasa de interés que es un premio a su ahorro, de manera que hay una relación directa entre ahorro y tasa de interés, pues entre más alta es la tasa de interés las personas tienen un aliciente para sacrificar recursos hoy y obtener una ganancia en el futuro, es decir ahorrarán más. En la gráfica 1 se puede verificar que la curva de ahorro tiene pendiente positiva (Roca Garay 2005).

Gráfica 1

Ahorro e Inversión



Fuente: Elaboración propia a partir de Roca Garay 2005.

La demanda de inversión se explica por la necesidad de capital por parte de las empresas o los agentes privados, el capital demandado tiene una productividad, y las empresas pagarán cierto interés por ese capital, por lo menos hasta que la productividad marginal del capital sea igual a la tasa de interés ($Pmgk = i$); Por lo tanto hay una relación inversa entre la tasa de interés y la demanda de inversión, pues a mayor tasa de interés el costo del dinero será más elevado, y habrá menor cantidad de capital demandado, debido a que será más costoso para el inversionista demandar recursos. Es por este motivo que se dice que la función de inversión guarda una pendiente negativa comparándola con la tasa de interés (Roca Garay 2005).

El lugar donde se encuentran la oferta de ahorro y la demanda de inversión, es el mercado de capitales. El equilibrio en este mercado se logra cuando se determina una tasa de interés única y común, con la que se asegura que todas las ofertas de ahorro y demandas de inversión han sido satisfechas, por lo tanto se alcanza el pleno empleo de los recursos, con lo que se verá realizado el producto y el ingreso compatible con esa tasa de interés.

La tasa de interés que vacía el mercado se llama tasa de interés real (i), y expresa todas las decisiones de consumo inter-temporal y productividad marginal del capital;

de manera que esta variable queda alejada de las variables monetarias. (Garrido y Webb, 1995).

La teoría ortodoxa considera una economía real de intercambio en la que toda oferta crea su propia demanda (Ley de Say), por lo tanto el ahorro debe existir antes que la inversión, por este motivo es necesario implementar políticas de estímulo que mejoren la captación. (Clemente, 2009).

Según esta corriente de pensamiento el dinero no importa, es decir que es neutral. Se argumenta que es neutral porque sólo afecta a los precios monetarios, sin afectar las variables reales, sin embargo, se acepta que en el corto plazo puede ser no neutral, es decir, que a corto plazo puede afectar variables como el producto, el empleo, etc. sin embargo, este efecto no se observa a largo plazo (Clemente, 2009).

Existe una dicotomía entre el campo monetario y el no monetario, por consiguiente, los precios relativos no se expresan en términos monetarios, sino en términos reales,¹ esta conclusión se obtiene porque los agentes demandan saldos monetarios en términos reales, no en términos nominales. De manera que el dinero tiene la función de permitir el intercambio de bienes y servicios y el financiamiento de la inversión. El mercado de dinero relaciona la oferta y la demanda del mismo.

Sargent (1987, 46) define la neutralidad como:

Un sistema posee la propiedad de neutralidad si se puede escribir de forma que cada ecuación contenga únicamente magnitudes medidas en unidades 'reales'. Así pues, si dondequiera que aparezca una magnitud medida en dólares (como la cantidad de dinero o bonos o el salario) la dividimos por otra variable igualmente medida en dólares (como el precio o el salario), el modelo describiría relaciones entre magnitudes reales. Si esto es cierto, doblar o triplicar las magnitudes nominales no puede tener efecto alguno sobre los valores de equilibrio de las variables reales.

En tanto que define la dicotomía clásica como:

Se dice que un modelo macroeconómico dicotomiza si un subconjunto de ecuaciones puede determinar los valores de todas las variables reales, sin que el nivel de oferta monetaria juegue un papel en la determinación de sus valores de equilibrio. Dados los valores de equilibrio de las variables reales, el nivel de la oferta monetaria ayuda a determinar los valores de equilibrio de

¹ La diferencia entre estos dos conceptos estriba en que los valores reales, en contraposición a los monetarios son valores que no reflejan o incorporan el efecto de los precios, y se reflejan en cantidades físicas, de volumen y poder adquisitivo.

las variables nominales que sean endógenas, pero no puede influenciar ninguna variable real. En un sistema que dicotomiza, los valores de equilibrio de todas las variables reales son independientes del nivel absoluto de precio. En tal sistema “el dinero es un velo”.

La demanda de dinero es el deseo de mantener cierto nivel de salarios reales² y la oferta, por su parte, es la cantidad nominal de dinero puesto en circulación. Cuando el mercado interactúa, la oferta y la demanda entran a competir, y surge el nivel de precios (Roca Garay, 2005; Clemente, 2009).

El mercado de fondos prestables es donde se realiza la operación financiera, por la que los inversionistas (deficitarios) toman dinero prestado de los ahorradores (superavitarios), a cambio de pagar cierta tasa de interés; es así como los inversionistas emiten bonos de deuda que serán comprados por los ahorradores.

El mercado de bonos es la expresión financiera real del mercado de capitales, y la tasa de bonos, que ahí se determina, es la tasa de interés real que se logra en la relación ahorro e inversión. El equilibrio en el mercado de bonos significa que se vacía el mercado (Clemente 2009).

Desde este enfoque el equilibrio general sólo se logra con equilibrios simultáneos en los mercados de bienes, trabajo y dinero. La política monetaria sólo puede influir de manera positiva en el ahorro y la inversión si mantiene la estabilidad de precios, controlando las variaciones de la oferta monetaria, de modo que ésta guarde relación con la evolución del nivel de ingreso real.

Entre los prestamistas y los prestatarios existen dos tipos de relaciones; en primer lugar la relación de deuda directa, que es cuando prestamistas y prestatarios se involucran de manera directa, por ejemplo, con operaciones en el mercado de valores. La otra relación que se puede presentar, es la de deuda indirecta, que es cuando el prestamista presta sus fondos a un intermediario, y éste los realiza con un prestatario final, este tipo de relaciones es el que observamos en la banca comercial, aseguradoras, etc. (Studart, 1991).

Según el enfoque neoclásico, si el mercado de valores cumple con los supuestos fundamentales, se alcanza el nivel óptimo para el flujo de fondos (emisión de deuda directa), ya que la inclusión de intermediarios financieros puede incrementar el costo de las transacciones, canalizar el flujo de los fondos a sectores específicos, etc.

² Principalmente por dos motivos: el motivo “transacciones” y el motivo “precaución

Un supuesto fundamental en este enfoque es la exclusión del estado en la toma de decisiones por parte de los agentes financieros, lo que en la práctica ha dado origen a distintas críticas por parte de otras corrientes de pensamiento. Para el enfoque neoclásico los intermediarios financieros y la deuda indirecta son ineficientes, sin embargo deben, cumplir dos funciones básicas al servicio de los agentes no financieros: Transacción y Portafolio (Studart, 1991).

La competencia entre intermediarios financieros garantiza que las transacciones se realicen a los menores costos posibles, en función con el nivel de riesgo elegido por los depositantes. La movilización del ahorro hacia la inversión se tiene que dar en un mercado de fondos prestables no-monetario y neutro.

La existencia de instituciones como el sistema bancario y el sistema financiero en general, es necesaria para la recolección de los ahorros de los agentes superavitarios y su distribución eficiente entre los agentes deficitarios, de ese modo se garantiza la igualdad entre ahorro e inversión. Las políticas propuestas por los teóricos de la corriente ortodoxa, giran en torno a la generación de mecanismos internos para estimular el ahorro interno y a la necesidad de abrir el sistema financiero de las economías nacionales, a los flujos de capitales externos, para incrementar el ahorro proveniente del exterior del país. (Studart, 1991).

Uno de los supuestos más trascendentes en la economía ortodoxa es suponer que el tiempo es lógico, así existe la posibilidad de medir eventos futuros tomando como referencia los eventos pasados y presentes. Bajo el supuesto del tiempo lógico y agentes racionales (Lucas, 1972), todos los mercados funcionan eficientemente y no hay perturbaciones sistemáticas, en caso de que existiera algún tipo de perturbación temporal, la teoría ortodoxa propone mecanismos de flexibilidad de precios.

En la conclusión de esta teoría, a diferencia de la heterodoxa, se plantean las siguientes relaciones de causalidad: el crecimiento es generado por un incremento de la oferta, la cual crea su propia demanda, y el ahorro determina la inversión (dinero exógeno y neutral) (Clemente Blanco, 2009).

ENFOQUE KEYNESIANO

Keynes realizó una crítica a la teoría neoclásica, por inconsistencias lógicas, con lo que invalidó la capacidad explicativa de éste enfoque. En su trabajo se explica que existe una indeterminación lógica en la teoría de la tasa de interés del enfoque neoclásico, porque en la teoría neoclásica la tasa de interés se fija a partir del ingreso, pero este ingreso varía dependiendo de la demanda de inversión, con esta variación del ingreso, también cambia el ahorro –ya que éste depende del ingreso– al no conocerse el nuevo nivel de ahorro, tampoco es posible conocer la relación entre ahorro- inversión y por lo tanto la tasa de interés queda indeterminada.

Esta crítica a la tasa de interés invalida el cuadro analítico neoclásico, porque si no están definidas las relaciones entre el ahorro y la inversión, quedan indeterminadas las relaciones entre agentes superavitarios y deficitarios en el mercado de fondos prestables, así que, como estos son la expresión del mercado de capitales, se concluye que no está determinado el modelo.

Keynes propuso una teoría general donde determina el nivel de producto, ingreso y empleo, considerando una economía monetaria de producción que funciona con el equilibrio por debajo del nivel de pleno empleo. Bajo éste enfoque, el ahorro, inversión, tasa de interés y sistema financiero, son conceptualmente distintas al enfoque neoclásico.

Esta economía opera en procesos inter-temporales que se cumplen con incertidumbre, es justamente la incertidumbre (presente en toda economía) la que convierte al sistema capitalista en inherentemente inestable, al respecto Keynes argumentó: *"...no es la simple distinción entre lo cierto y lo probable. El juego de ruleta no está sujeto a la incertidumbre...el sentido al cual me refiero y, en el cual uso el término es el de que una probable guerra en Europa es incierta, o el precio del cobre o la tasa de interés en 20 años, o la obsolescencia de una nueva inversión... acerca de esta materia no hay bases científicas de ninguna probabilidad calculable. Simplemente no lo sabemos"* (Keynes, 1936a:135). Debido a que no se conocen los precios futuros, para intentar protegerse de la incertidumbre los agentes celebran contratos para fijar los precios durante algún tiempo. A este respecto se puede decir que no siempre los precios están determinados por contratos, también existen mercados oligopólicos donde las empresas establecen el precio de venta, de igual manera existen los sindicatos que negocian salarios colectivos, así que frenan este precio específicamente a la baja.

Ante la incertidumbre de los precios, el dinero representa un nexo entre presente y futuro, porque es el único que conserva poder adquisitivo en el tiempo. Un aspecto importante de señalar es que bajo este enfoque todos los contratos se establecen en términos de dinero, por lo tanto no existe dicotomía entre variables reales y variables monetarias. El carácter estrictamente dinerario de este enfoque hace que el dinero sea demandado como un activo, a esto se le llamó preferencia por la liquidez (Roca Garay, 2005).

Hay dos motivos para demandar dinero; el primero es llamado M1, para transacciones y precaución, ya que mantiene una parte de su ingreso de forma líquida (para compras o eventualidades), obteniendo muy poco o nulo interés, por lo tanto, el M1 depende del nivel de ingreso. El segundo motivo es llamado M2, que es el deseo que tienen los agentes por retener riqueza en forma dineraria generalmente por razones especulativas (dentro del sistema financiero).

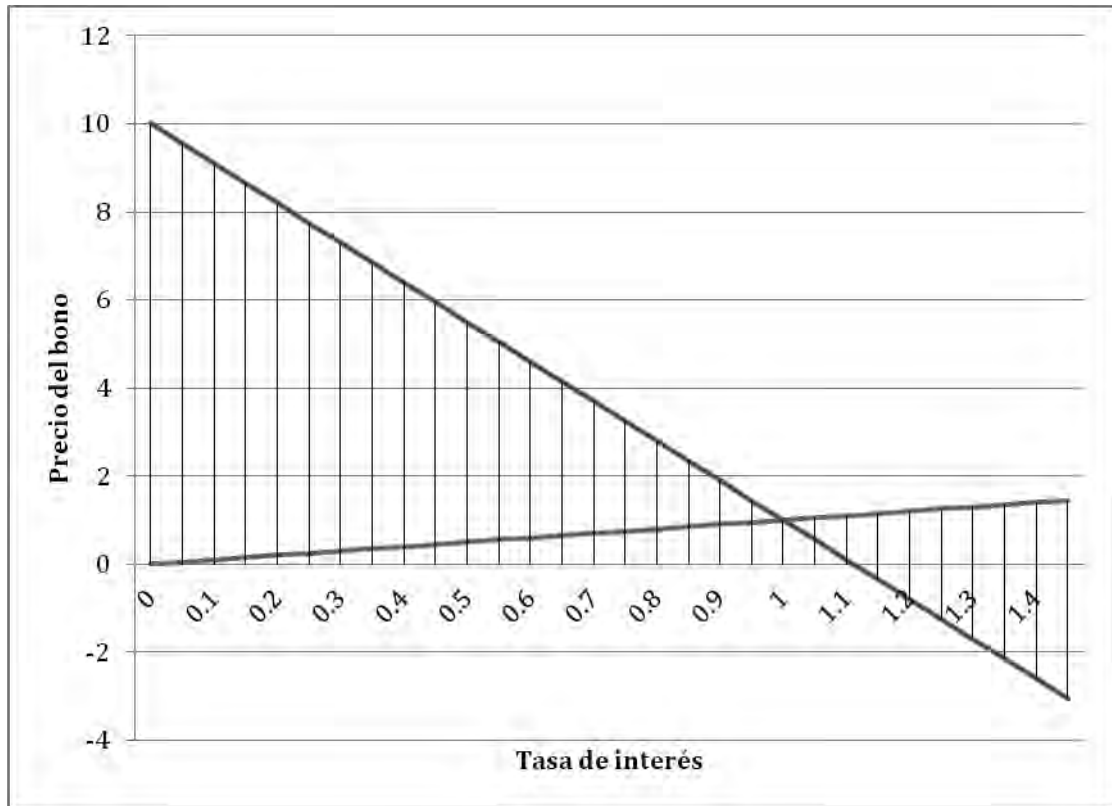
La disyuntiva en la tenencia del dinero está en que un individuo debe elegir si poseer dinero, acciones o bonos, dados los costos de poseer cada uno de ellos, es decir que el costo de oportunidad de tener dinero estará dado por el mayor rendimiento que pierda por no tener bonos o acciones. Lo anterior no invalida la relación indirecta que hay entre demanda de dinero y tasa de interés.

En el caso de adquirir bonos o acciones el rendimiento será no solo el interés o renta, (dividendo) que promete pagar en un futuro descontado a la tasa de mercado; sino también los aumentos de precio de los respectivos activos (el diferencial de precios entre el inicial de compra y el final de venta).

Tomando en cuenta lo anterior, es importante mencionar que el costo del dinero no es solo la tasa de interés, sino que puede ser mucho más que eso. El costo de oportunidad debe tenerse en cuenta de entre todas las alternativas posibles. Un aumento de la tasa de interés hace atractivos los depósitos que rinden dicha tasa, la conducta maximizadora incentivará a los agentes a conseguir dinero líquido para poder colocarlos a la tasa de interés vigente. El mecanismo consiste en deshacerse de activos financieros no líquidos (bonos, acciones, commodities), vendiéndolos a un precio cada vez menor para poder encontrar comprador interesados, y posteriormente realizar un depósito a la tasa de interés vigente. En la siguiente gráfica, que se puede interpretar como del mercado secundario de bonos, se observa que hay una relación inversa entre la variación de la tasa de interés que pagan los bonos y su precio.

Gráfica 2.

Determinación del precio de los bonos.



Fuente: Elaboración propia a partir de Fiorito y A. Murga

Si la tasa de interés tiende a subir el precio de los bonos generalmente disminuye, así que los agentes deciden mantenerse líquidos, hasta que estimen que empezará a bajar, con lo que el precio tiende a subir, en ese momento, es cuando los agentes se desprenden de su liquidez comprando bonos para beneficiarse del aumento de precio, bajo esta lógica el inversionista mantendrá su posición en bonos hasta que considere la tendencia contraria, así venderá bonos para mantenerse líquido, y repetirá la acción en procesos posteriores. La experiencia indica que la demanda total de dinero para satisfacer el motivo especulación, suele mostrar una respuesta continua ante los cambios graduales en la tasa de interés, es decir, hay una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación, con los que ocurren en la tasa de interés debido a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos. (Keynes, 1936).

El modelo de Keynes parte de la idea de que la producción se ajusta a la demanda, es decir, es un modelo de Demanda Efectiva,³ esta teoría se sustenta fundamentalmente en las siguientes afirmaciones:

- *En condiciones normales, en una economía capitalista los niveles de producción y de empleo están determinados por la demanda y no por la oferta...*
- *El nivel y los cambios en la demanda están determinados sobre todo por el nivel y los cambios de la inversión...*
- *En una economía capitalista nada garantiza que la inversión alcance un volumen suficiente para asegurar el pleno aprovechamiento de las capacidades productivas y el pleno empleo de la fuerza de trabajo. Más aún, cuando hay desocupación de hombres y de máquinas no se generan fuerzas endógenas que estimulen la ocupación de unos y de otras. (López,2004:31)*

En este modelo el consumo depende del ingreso, pero se supone que no todo el ingreso será consumido (la propensión marginal a consumir es menor a uno), existe ahorro, y se asume que los individuos con mayor ingreso tienen una menor propensión al consumo, por eso, para justificar cualquier cantidad de ocupación, debe existir un nivel de inversión que baste para absorber el excedente que arroja la producción total, sobre lo que se consume a cierto nivel de ocupación (Clemente Blanco, 2009:8).

De esta manera se dice que, dada una propensión marginal a consumir, el nivel de equilibrio de ocupación –*nivel que no induce a los empresarios en conjunto a ampliar o contraer la ocupación* (Keynes, 1936:35) – depende del monto de inversión corriente. Por lo tanto, la inversión corriente determina en primer lugar el nivel de equilibrio de ocupación, el cual a su vez determina el nivel de ingreso y, por tanto, de consumo y ahorro.

En la teoría Keynesiana, los conceptos eficiencia marginal del capital y tasa de interés son centrales para explicar las fluctuaciones de la inversión. La eficiencia marginal del capital se define “*como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta*” (Keynes 1936:148). Por su parte, la tasa de interés es una variable

³ Otro autor que planteó una Teoría de la Demanda Efectiva fue el economista Polaco Michal Kalecki en: Ensayo sobre la teoría del ciclo económico. 1933. IICEP.

monetaria, la cual se fija en el mercado de dinero, determinada por la preferencia por la liquidez y la oferta de dinero.

Ante la tasa de interés monetaria, el dinero es no neutral, porque, vía la tasa de interés, influye en variables reales como la inversión, el producto y el empleo (Clemente Blanco, 2009:8).

Dadas las características anteriores, el dinero solo puede ser demandado por motivos de Transacción, Precaución, Financiamiento y Especulación. La demanda de dinero para financiar la inversión debe ser proporcionada por el sistema bancario, sin embargo, el financiamiento otorgado por la banca para ese fin, mediante créditos de corto plazo, debe estar complementado con financiamiento de largo plazo, creado por instituciones financieras tanto bancarias como no bancarias, Keynes señaló: *“... el empresario al decidir la inversión debe satisfacer dos aspectos. Primero, obtener financiamiento de corto plazo para el periodo de gestión de la inversión; y segundo, lograr un financiamiento de sus obligaciones a largo plazo bajo condiciones favorables.... Los términos de la oferta de financiamiento requerido para la inversión ex ante dependen del estado existente de las preferencias por liquidez (junto con algunos elementos de predicción de parte del empresario en relación con los términos de ‘funding’ de dicho financiamiento cuando se requiera) en conjunto con la oferta monetaria determinada por las políticas del sistema bancario”* (Keynes1936b:217).

El banco es la única institución capaz de crear liquidez mediante el uso de la hoja de balance. La emisión crediticia no afecta de manera alguna recursos reales existentes, porque la circulación de los medios de pago privados, al ser avalados por la banca central, puede saldar deudas y demandar bienes y servicios con la emisión de pasivos contra sus propias instituciones.

La demanda de créditos bancarios produce creación de dinero bancario, por eso el dinero es endógeno, lo cual no debe afectar a la tasa de interés, ya que a corto plazo la demanda por liquidez de los bancos comerciales es avalada por el banco central, pero en el largo plazo, la creciente liquidez genera inestabilidad financiera, y la solución a ésta se encuentra por medio de procesos de financiamiento a largo plazo (Clemente Blanco, 2009:8).

Resumiendo la teoría Keynesiana de la demanda efectiva, ésta argumenta que el nivel de empleo, producto, consumo y ahorro están determinados por la inversión, y

ésta depende de la relación entre eficiencia marginal del capital y la tasa de interés – es decir, depende del precio de demanda y el precio de oferta del bien capital-.

La tasa de interés es considerada un fenómeno monetario, determinada por la oferta y demanda de dinero, y dado que la tasa de interés determina a la inversión, el dinero no es neutral, pues afecta a variables reales.

Los bancos son centrales para el crecimiento económico, toda vez que proporcionan el financiamiento para la inversión, sin embargo, debido a que tienen la capacidad de crear dinero y con ello generar liquidez, el ahorro ex-ante no es determinante para la inversión y el crecimiento.

LA ESCUELA POSTKEYNESIANA

La corriente postkeynesiana retoma el estudio de la economía a partir del principio de la demanda efectiva, y la consideración del tiempo histórico y dinámico; al respecto Lavoie sostiene: *“Los efectos de la demanda predominan sobre los de la oferta, tanto a corto como a largo plazo: es la inversión lo que determina el ahorro y no al revés. Es preciso analizar la transición de un punto a otro y reconocer que las condiciones de la transición pueden afectar el equilibrio final”* (2004:24). (Citado por Clemente Blanco, 2009: 14).

Hay cuatro características que comparten la mayoría de las doctrinas que conforman la escuela postkeynesiana, las cuales permiten expresar las ideas centrales entre ahorro, inversión y crecimiento económico:

- Microeconomía moderna y pertinente
- Incertidumbre radical
- Percepción de flexibilidad de los precios como un factor desestabilizador
- Economía monetaria de producción

(Lavoie: 2004).

En el trabajo de Clemente Blanco se muestra un cuadro en el que se presentan las características microeconómicas de la teoría postkeynesiana, que consta de siete principios que se enmarcan en la teoría del consumidor, y seis que rigen la teoría de la empresa, a continuación se presentará dicho cuadro:

Cuadro 1

Microeconomía Postkeynesiana

<i>TEORÍA DEL CONSUMIDOR</i>	<i>TEORÍA DE LA EMPRESA</i>
<ul style="list-style-type: none">• Racionalidad procedimental• Saciedad• Separación• Subordinación• Crecimiento• Dependencia• Herencia	<ul style="list-style-type: none">• Competencia imperfecta• Interdependencia empresarial• Planificación• Poder de fijación de precios• No siempre se vacían los mercados• Costos variables medios constantes

Fuente: Tomado de Clemente Blanco 2009, basado en Lavoie 2004.

Uno de los principales conceptos que incorpora la escuela postkeynesiana en su análisis, es la incertidumbre radical, que según Lavoie “se halla obviamente vinculada a la noción de tiempo histórico y de una racionalidad razonable, ligada a un conocimiento limitado” (Lavoie, 2004:27). Ésta difiere del concepto de riesgo, debido a que a la incertidumbre radical, sí es posible asociarle una probabilidad de ocurrencia, tomando en cuenta el aprendizaje que los agentes adquieren a través del tiempo, es decir, que cualquier perturbación que afecte el funcionamiento eficiente de los mercados, será corregida en futuras tomas de decisión, debido al aprendizaje de las acciones pasadas (Lavoie, 2004:27).

La escuela postkeynesiana sostiene que la economía es esencialmente monetaria, que el capitalismo es en esencia una economía de dinero-crédito, donde la oferta y la demanda por dinero crediticio son interdependientes (Citado por Clemente Blanco 2009).

El financiamiento de la actividad económica es esencial en el análisis postkeynesiano, ya que las empresas al iniciar el proceso productivo incurren en costos, sin que reciban ingresos sino hasta después de un periodo de tiempo en el que las mercancías son producidas y vendidas. (Citado por Clemente Blanco 2009) explica que, en la medida que los postkeynesianos contemplan la existencia de

tiempo histórico y reconocen una brecha de tiempo entre costos e ingresos, la endogeneidad del dinero se vuelve una necesidad en su análisis. En cada periodo la producción y la inversión son financiadas con créditos, que son anulados con el crecimiento del ingreso que genera el gasto de los mismos, es decir, los créditos generan cierto gasto que está por encima del nivel de gasto que anteriormente existía, pues bien, esos créditos se anulan gastando ese dinero extra: *“En el modelo postkeynesiano es la inversión que deciden las empresas lo que determina la cantidad de ahorro. Para invertir, no hace ninguna falta ahorro previo o depósitos preexistentes. Mientras sólo se pretendan movilizar los recursos de una economía nacional, el financiamiento de la actividad no depende más que de la credibilidad del prestatario y de las normas financieras existentes. La escasez del financiamiento tiene una naturaleza convencional. Otra consecuencia de la endogeneidad de la moneda es que la inflación no puede ser ocasionada por una excesiva tasa de crecimiento del dinero. De hecho, la causalidad va en sentido opuesto: es la tasa de crecimiento de los precios y de la producción lo que va a incidir sobre la tasa de crecimiento del stock de dinero”* (Lavoie, 2004:67).

Los bancos juegan un papel central en este análisis, pues se encargan de suministrar los adelantos requeridos por las empresas para llevar a cabo la producción.

Los créditos son concedidos a los agentes que puedan pagarlos por el sistema bancario, así que la demanda de dinero está determinada por las necesidades de producción. La incertidumbre se relaciona a la solvencia de los agentes, mientras que la inestabilidad se debe a variaciones de la tasa de interés que fija el Banco Central, de ésta manera la tasa de interés no es un fenómeno generado en el mercado, sino que es el precio del dinero que determina el Banco Central, en cuya determinación toma en consideración “argumentos claves, tales como expectativas inflacionarias, desempleo, tipo de cambio objetivo, entre otros” (Citado por Clemente Blanco 2009). Se puede afirmar que la tasa de interés no está relacionada con el crédito, y que el volumen de éste no depende de la tasa de interés (Clemente Blanco, 2009).

La oferta de dinero se considera endógena, determinada por la demanda de créditos, los bancos no necesitan contar con fondos prestables ex-ante, gracias a que la emisión de préstamos crea depósitos que son captados por el sistema bancario.

El Banco Central no controla la oferta de dinero, así que su principal instrumento de control es la tasa de interés de referencia, de esta manera el sistema bancario nunca enfrenta restricciones, ni por el lado de la oferta de reservas, ni por el lado de requerimientos de capital, (Clemente Blanco, 2009).

La teoría postkeynesiana se basa en la teoría de la demanda efectiva, que plantea que la producción y el empleo son determinados por la demanda, a su vez, los cambios en ésta están determinados por el nivel y los cambios de la inversión. La explicación de la causalidad “inversión – ahorro” es explicada a través del circuito monetario, suponiendo que el dinero es endógeno, que la oferta de éste, está determinada por la demanda de créditos por parte de agentes solventes, y que la tasa de interés está determinada por el Banco Central, (Clemente Blanco, 2009)l.

“En el modelo postkeynesiano es la inversión que deciden las empresas lo que determina la cantidad de ahorro. Para invertir, no hace ninguna falta ahorro previo o depósitos preexistentes. Mientras sólo se pretendan movilizar los recursos de una economía nacional, el financiamiento de la actividad no depende más que de la credibilidad del prestatario y de las normas financieras existentes. La escasez del financiamiento tiene una naturaleza convencional.

Otra consecuencia de la endogeneidad de la moneda es que la inflación no puede ser ocasionada por una excesiva tasa de crecimiento del dinero. De hecho, la causalidad va en sentido opuesto: es la tasa de crecimiento de los precios y de la producción lo que va a incidir sobre la tasa de crecimiento del stock de dinero” (Lavoie, 2004:67).

MONETARISMO

La escuela de Chicago es considerada como una de las corrientes o enfoques que mantuvo y, de algún modo, actualizó la tradición clásica opuesta al Keynesianismo. La teoría monetaria clásica tiene sus antecedentes en la teoría cuantitativa del dinero, surgida alrededor del siglo XVI, esta teoría enfrentó el problema del valor del dinero utilizando el enfoque de la Ley de la oferta y la demanda, pues la oferta de dinero se supuso determinada por las autoridades, de manera que los teóricos atacaron el problema desde el lado de la demanda. Se supuso y se dio por cierta la racionalidad de las familias y las empresas, quienes tenían una demanda determinada de dinero. Economistas de corte neoclásico, como Walras y Menger, explicaron el valor del dinero haciendo un análisis de la oferta y la demanda, así

como la aportación de Marshall con su teoría del saldo de efectivo, fundamental en la construcción de las ideas de la escuela de Cambridge. (Blaug, 2001)

La contribución de Marshall a la teoría cuantitativa del dinero buscó respaldar, desde un punto de vista microeconómico, la realidad macroeconómica de que los precios y cantidad del dinero varían en proporción directa; para ello, su teoría de la familia y la empresa se centró en proponer a estos dos entes como justificadores de la demanda de dinero. En este escenario, Marshall atribuyó el deseo de las familias y las empresas de mantener una fracción de su ingreso como saldo de efectivo (Blaug, 2001).

Por otro lado, Irving Fisher en su búsqueda por aportar un marco teórico riguroso para las ciencias contables, realiza una de las contribuciones más importantes a la teoría económica. Definió el capital como cualquier conjunto de riqueza que produce un flujo de beneficios en el tiempo (Tierra, maquinas, edificios, materias primas, recursos naturales, etc.). También dio su punto de vista acerca del ingreso, definiéndolo como el excedente de ese flujo de beneficios respecto a las necesidades para mantener y reemplazar esas riquezas. El elemento que sirve como liga entre el capital y el ingreso es la tasa de interés, ya que postula que el valor del capital no es sino el valor presente del flujo futuro de ingresos que produce, una vez descontado, es decir, la presente tasa de interés.(Blaug, 2001).

Según el punto de vista de Fisher, el capital es el único factor de la producción, mientras que todos los ingresos distribuibles se componen de intereses, de esta forma, los salarios no son más que los pagos de interés sobre el capital humano, y el ingreso nacional lo considera enteramente como el gasto de consumo. (Blaug, 2001).

En su libro *The Purchasing Power of Money*, Fisher, re-expresa la antigua teoría cuantitativa del dinero (publicada en 1911), a la cual incorpora un desarrollo matemático para exponer las conclusiones de la propia teoría cuantitativa. Además de esa importante aportación, Fisher identificó la relación existente entre un aumento en la cantidad de dinero y el aumento subsecuente en los precios. El eslabón perdido es el efecto de los saldos reales: un aumento de la tenencia monetaria de los individuos altera la relación óptima entre los saldos en efectivo y los gastos de los individuos. En términos de Walras, el aumento en la cantidad de dinero al nivel de precios existentes genera un exceso de oferta de saldos monetarios en manos del público. De esta manera, los individuos reducen sus excedentes monetarios incrementando sus gastos. Si además el producto

permanece invariable, el aumento en la demanda de dinero aumentaría los precios hasta que estos incrementaran en la misma proporción que incrementó el dinero. Una vez que los saldos monetarios de cada individuo regresan a su nivel óptimo, se llega a un nuevo equilibrio.

De ésta forma, Fisher expresó su teoría acerca de la inflación, real y esperada, así como su interacción con los tipos de interés nominales y la demanda de saldos reales, esta función establecida por Fisher posteriormente sería desarrollada por Pigou y Friedman. Fisher descubrió también el proceso mediante el que se determina el tipo de interés, que definió como “*el costo de oportunidad de la tenencia de dinero*”, además especificó que el tipo de interés era el producto de dos factores: 1. Tipo de interés *real*, que refleja las fuerzas que se encuentran en el endeudamiento y el crédito, y 2. la tasa de inflación *esperada* en un momento dado. En este contexto, si existen tasas de inflación constantes, la tasa real es igual a la tasa esperada. Así, las expectativas de inflación influyen sobre los tipos de interés nominales, a éste hecho se le conoce como el Efecto Fisher⁴.

Para Knut Wicksell, a quien se le considera como uno de los más importantes representantes de la Síntesis Neoclásica, la teoría cuantitativa del dinero no era del todo clara, ni abarcaba los vértices principales que determinan el nivel general de precios. Según su argumento, el planteamiento de Fisher no dejaba claro el por qué la demanda monetaria de bienes excede o queda por debajo de la oferta de bienes en condiciones dadas. Partiendo de ello, Wicksell trató de presentar un enfoque del ingreso con el fin de interpretar el nivel general de precios, es decir, explicar las fluctuaciones en los ingresos en una teoría sobre el dinero, simultáneamente con las fluctuaciones en los niveles de precios. (Perdices de Blas, 2006)

Wicksell utilizó como punto de partida la teoría de los precios y el ingreso de Tooke, que postulaba que no es la cantidad de dinero, sino el ingreso nacional designado por el gasto, lo que determina el nivel de precios. Mediante el uso de fundamentos microeconómicos, como la demanda general y la oferta de productos, Wicksell relaciona los cambios en el nivel de precios con la demanda monetaria general de bienes, que excede o queda por debajo de su oferta. (Perdices de Blas, 2006).

⁴ De acuerdo al Efecto Fisher: Cuando las tasas de inflación se incrementan, la tasa de interés nominal se incrementa en la misma proporción, de tal manera que la tasa de interés real se mantiene constante. Este efecto se puede interpretar como una de las principales aplicaciones del principio de neutralidad monetaria. (Mankiw, 2009)

Wicksell explica el cambio en el nivel de precios haciendo uso de la tasa de interés, argumentando que si la cantidad de dinero crece, las bajas tasas de interés irán acompañadas de una expansión del crédito, y quienes le usan subirán su oferta en los precios al usar estos nuevos recursos. El criterio para determinar si una tasa de interés es alta o baja, se sostiene en la distinción de la tasa “natural” de interés y la tasa del “préstamo”; la tasa natural es el rendimiento esperado del capital recién construido, mientras que la tasa del préstamo es la cobrada al deudor por los bancos (Perdices de Blas, 2006).

La teoría de Wicksell contiene una explicación de la decisión de inversión en línea con el principio de maximización, así como una alusión al papel de las expectativas. Su tasa natural de interés es análoga a la eficiencia marginal del capital de Keynes; Al igual que Keynes, Wicksell considera que la inversión está determinada por la relación entre la tasa de interés del préstamo y el rendimiento del capital con él construido. Su preocupación era respecto a los cambios en los precios que ocurren durante el pleno empleo, más que con los cambios en el ingreso y el empleo, por esa razón produjo un análisis del proceso acumulativo, y no de uno de la determinación del ingreso. El análisis de Wicksell, pone atención principalmente a la inversión, en lugar de al consumo y al ahorro, además de no contener ni la función de consumo ni el multiplicador, (Perdices de Blas, 2006).

Para Wicksell, la meta principal de su planteamiento era conseguir estabilidad en los precios, más allá de las aspiraciones al pleno empleo de Keynes. Aunque consideraba que la tasa de interés tenía una relación con el nivel de saldos en efectivo del público, ésta no forma parte central de su análisis. No estaba consciente de las limitaciones que la trampa de la liquidez⁵ impondría sobre una política de

⁵ Toda caída del tipo de interés reduce las ganancias corrientes de permanecer en una posición ilíquida, que son como una especie de prima por el riesgo de pérdida de capital, en una cantidad igual a la diferencia entre los cuadrados del tipo anterior y el nuevo (...) En realidad, este es quizás el obstáculo principal que presenta una caída del tipo de interés aun nivel tan bajo como el del 2%. A menos que haya razones para pensar que la experiencia futura vaya a ser muy distinta de la que registra el pasado, un tipo de interés a largo plazo tan bajo como, por ejemplo, el 2%, suscita más temor que esperanza y ofrece al mismo tiempo una rentabilidad corriente que sólo puede compensar en medida muy pequeña esos temores (...) Existe la posibilidad, ya apuntada antes, de que una vez que la tasa de interés ha caído a un determinado nivel, la preferencia por la liquidez llegue a ser tan alta que sea absoluta, en el sentido de que casi todos prefieran tener dinero efectivo a unos valores que ofrecen un tipo de interés tan bajo. En este caso, la autoridad monetaria perdería el control del tipo de interés. (Keynes, 1936, Capítulo 15: Los incentivos psicológicos y de negocios para la liquidez)

expansión monetaria, y por ello coloca su confianza en la política bancaria como elemento de estabilización.

El principal logro de Wicksell radica en ser el pionero que trazó los lineamientos de un nuevo territorio, dejando a otros la tarea de llenar los detalles (Perdices de Blas, 2006).

Los encargados de perpetuar la obra y teorías de Wicksell, fueron Davidson, Ohlin y Myrdal, quienes, en conjunto, comparten el nombre de la Escuela Sueca. Milton Friedman y los llamados "Chicago boys", convertirían estas teorías en el monetarismo actual, teoría económica surgida en la década de los '60 como reacción al Keynesianismo, a veces convertida en prescripción política, en la que se expresa una nueva versión acerca de la demanda de dinero. Su preocupación máxima es la inflación la cual, dice Friedman, es un problema estrictamente monetario.

La inflación se produce, según el monetarismo, porque hay más dinero en circulación (en manos de la gente, por la calle) del que debería haber de acuerdo a las reservas del Banco Central y a la actividad económica en general, de manera que si existe más dinero que el realmente necesario, ese dinero no tiene respaldo y vale menos.

Para evitar que exista más dinero circulante que las reservas, propone que la oferta monetaria crezca un porcentaje fijo, constante e inamovible, que sea bajo para evitar la inflación pero que se ajuste al crecimiento del país a largo plazo.

Además, el monetarismo sostiene que se debe eliminar el déficit público y evitar a los monopolios, oligopolios y sindicatos porque interfieren en el funcionamiento del mercado de trabajo (que debe guiarse por las fuerzas del mercado).

También están de acuerdo en la creencia de que la oferta monetaria es un elemento esencial para explicar la determinación del nivel general de precios y aceptan la idea de que la política monetaria puede tener efectos a corto plazo sobre la producción y la definición de la oferta monetaria.

La escuela monetarista considera que el dinero es una parte de la riqueza de las personas, con ello, supone que éstas intentarán eliminar la diferencia entre la cantidad de dinero real que tienen y la cantidad que quieren tener disponible, comprando o vendiendo activos y pasivos (bonos por ejemplo) o cambiando el flujo de ingresos y gastos. Los Keynesianos tienden a subrayar el método de la

adquisición del bono como ajuste, mientras que los primeros monetarios destacan la importancia del cambio en el flujo de ingresos y gastos, actualmente ambos métodos de ajuste son aceptados como válidos.

La idea básica de la economía monetarista consiste en analizar en conjunto la demanda total de dinero y la oferta monetaria. Las autoridades económicas tienen capacidad y poder para fijar la oferta de dinero nominal (sin tener en cuenta los efectos de los precios) ya que controlan la cantidad que se imprime de papel moneda así como la emisión de dinero bancario. Pero la gente toma decisiones sobre la cantidad de efectivo real que desea obtener. Si, por ejemplo, se crea demasiado dinero, el público intentará eliminar el exceso comprando bienes o activos –reales o financieros-.

En caso de que la economía se encuentre en una situación de pleno empleo, el aumento del gasto puede tener dos consecuencias: o bien incrementará los precios de los productos nacionales o bien provocará un déficit de balanza de pagos que hará que el tipo de cambio se deprecie, aumentando así el precio de los bienes importados. En ambos casos, éste incremento provocará una reducción de la cantidad de dinero real disponible.

En la medida en que se compran activos financieros como los bonos, el aumento del precio de éstos reduce el tipo de interés que, a su vez, estimula la inversión y por tanto el nivel de actividad económica. El aumento de ésta y por tanto de los ingresos, incrementa la petición de dinero. Así, la demanda total de dinero real se igualará con exceso de oferta gracias al aumento de los precios (ya que reduce el dinero real en circulación) y de los ingresos (con mayores ingresos la demanda de saldos monetarios también incrementa).

CONCLUSIONES

El modelo Neoclásico supone la competencia perfecta como el eje fundamental de su teoría, partiendo de ese supuesto el ahorro está definido por la parte del ingreso que no es consumida, por otra parte si la tasa de interés incrementa, el ahorro también subirá debido a que los ahorradores tendrán un incentivo más para ahorrar. Por otro lado, cuando la tasa de interés aumenta la inversión tenderá a disminuir, porque los inversionistas tendrán que pagar más si quieren disponer de capital.

Este modelo incorpora la Ley de Say a su teoría, que dice que toda oferta crea su propia demanda, también se asegura que el crecimiento se genera a partir de la oferta, de manera que nos encontramos en una economía de oferta, el dinero es neutral, porque no afecta las variables reales, solamente afecta a los precios monetarios; existe una dicotomía entre el campo monetario y el no monetario, y se expresa en los precios relativos en términos reales, de modo que el dinero permite el intercambio de bienes y servicios.

La demanda de dinero se da por dos motivos: Transacciones y Precaución; mientras que la oferta de dinero es la cantidad nominal de billetes y monedas puesta en circulación.

La formación de equilibrios simultáneos en el campo de los bienes, el trabajo y el dinero, dan lugar al equilibrio general, donde se supone que todos los mercados se vacían, y es así como éste modelo económico encuentra el equilibrio.

La oferta de ahorro y la demanda de inversión se encuentran en el mercado de capitales, cuando hay una tasa de interés de equilibrio, ésta es justo la que asegura que toda la oferta de ahorro y la demanda de inversión se satisfagan, por lo tanto, todos los recursos están siendo utilizados, así que el producto y el empleo serán compatibles con esa tasa de interés.

Por otra parte, el modelo Keynesiano hace una crítica a la teoría neoclásica, y propone una Teoría General basada en una economía monetaria de producción, donde el equilibrio está por debajo del nivel de empleo.

En este modelo se incorpora el concepto de incertidumbre temporal, y juega un papel muy importante en la determinación de los precios. Una de las características de esta teoría es que no supone una dicotomía entre variables monetarias y variables reales, esto, gracias a la celebración de contratos para fijar los precios que derivan del supuesto de la incertidumbre, pues se dice que el dinero es el único que

conserva valor adquisitivo en el tiempo, de manera que el dinero es un activo y no es neutral porque influye en variables reales como la inversión y el empleo.

La preferencia por la liquidez, es decir la preferencia por disponer de billetes y monedas se da por dos motivos, M1 (transacciones y precaución) y M2 (motivos especulativos). La tasa de interés es una variable monetaria que se fija en el mercado de dinero, ya que es en la interacción de oferentes y demandantes de dinero donde se determina la cantidad demandada y el precio que tendrá el dinero.

En el modelo de la Teoría General los niveles de producción y empleo se determinan por la demanda y no por la oferta, el nivel en la demanda se determina por el nivel de la inversión, sin embargo, esta inversión no necesariamente garantiza el pleno empleo de los factores productivos; el consumo depende del ingreso, pero no todo el ingreso se consume, así que, lo que no se consume se ahorra. Dada una propensión marginal a consumir la inversión da lugar a la ocupación, esta determina el ingreso, el ingreso proporciona cierto nivel de consumo y el consumo da pie al ahorro. Por lo que el ahorro ex ante no es indispensable en la determinación de inversión o ingreso.

La teoría postkeynesiana retoma el estudio de la economía a partir de la teoría de la Demanda Efectiva, de manera que la producción y el empleo son determinados por la demanda, no por la oferta.

La escuela Postkeynesiana postula cuatro supuestos básicos: Microeconomía moderna y pertinente, incertidumbre radical, precios flexibles y desestabilizadores, además de una economía monetaria de producción.

En esta teoría la oferta y la demanda de dinero son interdependientes; gracias a la brecha entre costos e ingresos, las empresas deben recibir financiamiento hasta que sus productos sean producidos y vendidos; no hace falta ahorro ex ante ya que la inversión de las empresas determina el ahorro y los bancos son los encargados de suministrar los recursos por adelantado que las empresas requieren para la producción. La tasa de interés es determinada por el Banco Central, y no en el mercado, de manera que no influye en las emisiones crediticias.

La causalidad inversión – ahorro se explica en el circuito monetario, y se supone que el dinero es endógeno, que la oferta de dinero está determinada por la demanda de créditos, y que la tasa de interés la establece el Banco Central.

La escuela Monetarista es una teoría macroeconómica que se ocupa de analizar la oferta monetaria. Aunque el monetarismo se identifica con una determinada interpretación de la forma en que la oferta de dinero afecta a otras variables como los precios, la producción y el empleo, existen, de hecho, varias escuelas de pensamiento que podrían definirse como monetaristas.

La política monetaria –dentro de ésta escuela de pensamiento- fue desarrollada por economistas como Irving Fisher, Friedrich Hayek y Milton Friedman a partir de ideas de otros economistas como Wicksell, Adam Smith o John Stuart Mill entre otros, que la propusieron en una crisis económica -como el crack de 1929-. Sugieren que el Estado no debe intervenir activamente en la economía en caso de depresión (si lo hace probablemente resultaría peor), y que debe limitarse a controlar la cantidad de dinero en circulación.

Ya que la autoridad monetaria tiene la capacidad de controlar la oferta monetaria, la demanda será controlada por el público basado en la cantidad de dinero que desean tener, si la cantidad de dinero es mayor a la que puede ser respaldada por el banco central entonces se generará un proceso inflacionario, el cual según ésta escuela de pensamiento es un fenómeno meramente monetario.

En contraposición al monetarismo, está el keynesianismo ya que el primero plantea que el Estado debe limitar su papel en la economía a controlar la masa monetaria puesta en circulación y el segundo argumenta que el Estado debe participar incrementando el gasto público y reduciendo impuestos.

Actualmente éstas son las corrientes de pensamiento económico que han estado en el centro del debate entre las economías capitalistas contemporáneas sobre todo, en el ámbito académico debido a la discusión central que implica el conocer y anticipar el comportamiento de los agentes económicos en los periodos de crisis y en los periodos de bonanza económica. Es importante mencionar que los análisis que dieron pie a las escuelas de pensamiento económico no capturan el comportamiento total de las economías y agentes económicos, por lo tanto no se puede esperar que las teorías planteadas describan la realidad económica en su totalidad. Lo que si logran es mostrar que bajo ciertas circunstancias los modelos económicos contruidos a partir de la observación de la realidad pueden tener aplicaciones reales y útiles en el mejoramiento de la calidad de vida de las personas y que sirven como base fundamental en la conducción de las políticas económicas aplicadas por los gobiernos nacionales. Conocer el comportamiento de los agentes económicos y comprender las relaciones de causalidad entre los fenómenos monetarios y reales

debe ser una característica imprescindible para la sociedad, comprendiendo que - como ya se dijo anteriormente- la teoría no siempre describe lo que la realidad muestra y es ésta última la que debe servir como base para formar nuevas hipótesis que conduzcan a un conocimiento más certero del comportamiento económico de las personas.

CAPITULO II

En el siguiente capítulo se intentarán aterrizar algunos conceptos, ideas y acciones de las escuelas de pensamiento económico a la realidad y comportamiento del sector financiero de la economía Mexicana, todo esto en el contexto de una economía capitalista de mercado como sin duda se presenta en México. Se hará especial énfasis en la interacción entre los mecanismos de asignación de recursos mediante la banca comercial y las consecuencias, impactos y aportaciones al crecimiento económico. Como ya se mencionó, lo anterior debe visualizarse, en primer plano, en el contexto de una economía capitalista de mercado que a lo largo de su historia ha sufrido cambios importantes y se ha adaptado a las necesidades del intercambio mundial y a las políticas económicas aplicadas basadas en algunas teorías descritas anteriormente. No se hace referencia a ninguna escuela de pensamiento en particular, sin embargo es ampliamente aceptado que la mayoría de las economías en el mundo adoptaron un mainstream económico a partir de la segunda guerra mundial y éste ha modificado sus supuestos y causalidades en busca de mejores explicaciones a la realidad económica, son los resultados de esas modificaciones en los fundamentos teóricos los que se estudiarán para la economía mexicana en los últimos diez años.

ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Después del agotamiento del antiguo modelo de sustitución de importaciones, impulsado por una serie de propuestas desarrollistas de la CEPAL, México encontró excesiva liquidez en el sistema financiero internacional de los años setenta, y en sus abundantes reservas de petróleo, que debieron conducirle a subsanar los crecientes desequilibrios que generaba, especialmente el de su sector externo. Sin embargo, la reversión de los flujos de capital a principios de los ochenta, junto con la caída mundial del precio del petróleo condujo, al final de 1982, a una de las más profundas crisis económicas de la historia reciente de México (Pineda, 2006).

El equipo del presidente Miguel de la Madrid⁶, emprendió importantes reformas estructurales en la economía, que se caracterizaron por implementarse en un esquema de fuertes restricciones fiscales, fundamentalmente por el elevado peso del servicio de la deuda pública externa.

⁶ El Lic. Miguel de la Madrid Hurtado, fue Presidente de México del 1 de diciembre de 1982 al 1 de diciembre de 1988.

En general, la perspectiva oficial encontraba en la liberalización financiera el instrumento idóneo para incrementar el ahorro y mejorar la eficiencia por medio de la inversión, al tiempo que ella complementaba un proceso de largo plazo que proponía cambios estructurales de la economía, orientados hacia el mercado. Con éste proceso de liberalización se buscó la competitividad global, a través de la integración de la sociedad en el nuevo dinamismo económico mundial fundado sobre nuevas bases políticas, económicas y sociales.

EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO EN LOS ÚLTIMOS 30 AÑOS.

Uno de los sectores que refleja el grado de liberalización económica de un país es el sector financiero. En México la liberalización económica comenzó a gestarse desde mediados de los años ochenta. A finales de esa década, en México ya estaban avanzadas las principales reformas estructurales emprendidas durante sexenios anteriores, entre las más relevantes están la relativa a la privatización de empresas públicas, desregulación económica, apertura comercial, corrección del déficit público y liberalización financiera (Pineda, 2006).

Se pueden diferenciar tres grandes planos del proceso de liberalización financiera, como parte del paradigma de política económica en México: desregulación, modificaciones al marco institucional y privatización bancaria. (Pineda, 2006)

El primer plano se refiere a las acciones concretas de la liberalización *per se*, y abarca la liberalización de las regulaciones cuantitativas sobre el crédito, tasas de interés activas y pasivas, etc. Todas estas acciones, según la teoría de la liberalización financiera –presente en mayor medida en escuela de pensamiento clásica revisada en el capítulo 1, tendrían efecto positivo al elevar los niveles de ahorro y mejorar la eficiencia promedio de la inversión (Op. Cit.: 52). Asociados a estos cambios se encuentran los procesos de innovación financiera, con los que se podría multiplicar los instrumentos de inversión y financiamiento disponibles al público. Para los impulsores del paradigma de la liberalización financiera, la desregulación bancaria debería alentar, entre otros efectos deseados, la innovación financiera, porque no habría ya restricciones distorsionantes a la creatividad de los intermediarios para mejorar y diversificar sus servicios. De este modo la innovación contribuiría al desarrollo de instrumentos que impulsarían un adecuado financiamiento a un costo razonable para los demandantes de crédito, además de asignar una apropiada rentabilidad a los oferentes del mismo, así como brindar protección contra los efectos de la inflación y otros riesgos asociados a la evolución económica del país (Pineda 2006:61).

El segundo plano analiza la adecuación del marco institucional de los intermediarios al nuevo entorno económico, fortaleciendo el aparato de regulación y supervisión prudencial, este aspecto resulta de vital importancia porque, en un nuevo esquema de mayores libertades a los intermediarios, éste puede volverlos más proclives a la toma de decisiones poco prudentiales e incluso ilegales.

En el tercer plano se encuentran propiamente el proceso de privatización de la banca, englobado en un proceso más amplio llamado *cambio estructural de la economía*, que como característica fundamental, presenta el redimensionamiento del sector público, según el cual un estado con alto poder de control económico no es necesariamente más eficiente y fuerte, lo que justificaría el desprendimiento de diversos activos públicos (Pineda, 2006).

La instrumentación de estos tres planos habría requerido el alcance de tres precondiciones que, en opinión del gobierno Federal ya habían sido alcanzadas al final de los años ochenta, estos son: creación y consolidación de la banca múltiple, el desarrollo del mercado de valores y la corrección del déficit público (Op. Cit.)

Cuadro 1

Planos de la liberalización financiera de los años ochenta

Precondiciones institucionales	Liberalización financiera y desarrollo de nuevos productos	Desarrollo de nuevos productos	Reformas para la adecuación de la banca al marco de la liberalización financiera
Creación y consolidación de la banca múltiple. Sobre todo a partir de las reformas de 1976	Eliminación de los cajones de crédito preferente, que concluye en 1989.	Sector bancario. Cuenta maestra, documentos preestablecidos, certificados de depósito, títulos negociables.	Apertura al capital extranjero en la banca, hasta 30% del capital de una institución.
Activación del mercado de valores, en especial en lo relativo a títulos públicos, lo que permitía el manejo de la deuda gubernamental con criterios de mercado y sin efectos desestabilizadores.	Eliminación de restricciones para la emisión de instrumentos no tradicionales, que significó la eliminación de restricciones a parte de las tasas de interés pasivas.	Sector público. Cetes, Pagafes, Tesobonos, Bondes, Ajustabonos	Autorización para la integración de grupos financieros.
Precondiciones macroeconómicas	Desaparición del encaje legal para ser sustituido por un coeficiente de liquidez de 30% en 1988, mismo que posteriormente fue eliminado.	Títulos del sector privado. Aceptaciones bancarias, papel comercial, obligaciones	Cambio del estatuto jurídico del servicio: de concesión a autorización. Mejoría en los niveles de liquidez en función de nuevos criterios determinados por la SHCP.
Corrección del déficit público alcanzado a fines de los ochenta mediante la renegociación de la deuda externa, la venta de paraestatales y una modesta reforma fiscal.	Compactación del número de bancos, que pasa de 64 a 18 instituciones.	Instrumentos para inversión extranjera en Bolsa. Acciones serie B de las firmas listadas en la Bolsa, fondos neutros	Definición legal de ciertos criterios prudenciales para el otorgamiento de crédito y para la diversificación del riesgo.

Fuente: Orígenes y tratamiento de la crisis bancaria en México, Pablo Pineda Ortega, 2006.

A partir de la década de los ochenta se redefinió el Sistema Financiero Mexicano, a través del desarrollo de innovaciones e instrumentos financieros además de la adecuación de los ya existentes. Dentro del sector bancario en particular, destacan

los siguientes instrumentos al alcance del ciudadano común: cuenta maestra, que aunque fungía como una cuenta de cheques tradicional, colocaba el saldo en un fondo de inversión; documentos a fecha preestablecida, que son depósitos con tasa fija retirables en fecha previamente definida; certificados de depósito, emitidos para distintos plazos a tasa fija, tanto en moneda nacional como en dólares, y títulos negociables a distintos plazos, entre otros instrumentos. Por su parte, el sector público desarrolló los Certificados de la Tesorería de la Federación CETES, que se emitieron por primera vez en 1978, y desde entonces constituyen un pilar fundamental en el desarrollo del mercado de dinero en México. Estos títulos son cupón cero, ya que se comercializan por debajo de su valor nominal, no devengan intereses y liquidan su valor nominal en la fecha de vencimiento; los Pagafes fueron otro tipo de títulos de crédito denominados en dólares, en los cuales se consignaba la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada y también pertenecían a la familia de los bonos cupón cero, este instrumento dejó de emitirse en 1991 (Pineda 2006).

ESTRUCTURA DE LA BANCA COMERCIAL

Nacionalización bancaria

El 1º de septiembre de 1982 se anunció la nacionalización de la banca y el decreto que sentaría las bases de operación del nuevo régimen financiero mexicano; en enero de 1983 se fijaron los principales objetivos para el servicio público de banca y crédito, entre los que se comprendieron el establecimiento de garantías para la protección de los intereses del público, la orientación del funcionamiento de los bancos hacia los objetivos de la política de desarrollo y la redefinición de la estructura del sistema, delimitando las funciones de cada intermediario según la cobertura de su servicio. Sobresale el proceso de restauración bancaria que inició en agosto de 1983, cuando 32 sociedades de crédito fueron fusionadas para integrar sólo 12, revocándose a otras 11 la concesión, de manera que la estructura de bancos comerciales que originalmente sumaba 60 entidades, se redujo a 29 (Pineda 2006).

Cuadro 2

Estructura del sistema bancario mexicano 1982-1992

Septiembre 1982	Marzo 1985	Mayo 1988- Marzo 1992	Septiembre 1982	Marzo 1985	Mayo 1988- Marzo 1992
Actibanco Guadalajara			Banco de Monterrey		
Banca Confía	Banca Confía	Banca Confía	Banco del Noroeste	Banco del Noroeste	Banoro
Banca Cremi	Banca Cremi	Banca Cremi	Banco Occidental de México		
Banca Serfin	Banca Serfin	Banca Serfin	Banco de Oriente	Banco de Oriente	Banco de Oriente
Bancam			Banco Panamérica		
Banca Promex	Banca Promex	Banca Promex	Banco Popular Probanca Norte		
Banco Aboumrad			Banco Provincial del Norte		
Banco del Atlántico	Banco del Atlántico	Banco del Atlántico	Banco Provincial de Sinaloa		
Banco Azteca			Banco Refaccionario de Jalisco		
Banco BCH	Banco BCH	Banco BCH	Banco Regional del Norte	Banco Mercantil del Norte (19-12-86)	Banco Regional del Norte
Banco del Centro	Banco del Centro	Banco del Centro	Banco Sofimex		
Banco Comercial del Norte			Banco de Tuxpan		
Banco de Crédito y Servicio	Banco de Crédito y Servicio	Banco de Crédito y Servicio	Banamex	Banamex	Banamex
Banco de Comercio			Bancomer	Bancomer	Bancomer
Banco Continental Ganadero			Banpaís	Banpaís	Banpaís
Banco de Interior			Corporación Financiera		
Banco Internacional	Banco Internacional	Banco Internacional	Crédito Mexicano	Crédito Mexicano	
Banco Latino			Financiera Crédito de Mty.		

Banco Longoria			Financiera Industrial y Agrícola		
Banco Mercantil de Monterrey	Banco Mercantil de Monterrey		Hipotecaria del Interior		
Banco Mercantil de Zacatecas			Multibanco Comermex	Multibanco Comermex	Multibanco Comermex
Banco Mexicano Somex	Banco Mexicano	Banco Mexicano Somex	Multibanco Mercantil de México	Multibanco Mercantil de México	Multibanco Mercantil Probursa
			Promoción y Fomento		
			Unibanco		

Fuente: Asociación de Bancos de México (ABM), documento de trabajo La banca en México.

Disponible en <web: www.abm.org.mx>

Durante los años ochenta también se transformaron las instituciones financieras del país, el proceso de concentración y nacionalización de la banca, dinamizó al sector financiero no bancario, según un trabajo de Levy de 2001, entre 1983 y 1987 casi se triplicó el número de sucursales de casas de bolsa, mientras sus activos en custodia se incrementaron 34% y el número de sus cuentas 47%, el número de sociedades de inversión se sextuplicó, sus activos se incrementaron 249% y el número de cuentas 246% (Levy, 2001: 219). Entre las principales reformas llevadas a cabo durante esa década se encuentra la desaparición del Encaje legal⁷, lo que dio pie a la liberalización de la tasa de interés, que a partir de entonces serían determinadas por las fuerzas del mercado, lo que tendría considerables repercusiones en la estrategia de política monetaria en el futuro; también se redujo considerablemente el sector productivo estatal, el mercado de valores sufrió importantes reformas que permitieron su profundización, entre las cuales destacan la modificación del financiamiento del gasto público, el pago de la nacionalización bancaria, y un proceso de liquidaciones y fusiones de empresas del sector público. Una de las medidas que a la postre logró la corrección del déficit público fue la adopción del sistema de flotación cambiaria en 1994 (ver apartado 1.1.1 Política Cambiaria y Apertura Comercial), lo que provocó la subvaluación del tipo de cambio, mecanismo

⁷ El Encaje legal, se refiere a la fracción obligatoria y mínima (requerida por la autoridad) de los depósitos de los ahorradores que los bancos comerciales deben mantener como reservas para poder atender los retiros de los depositantes. Es decir la proporción de los depósitos que los bancos no pueden prestar. El encaje legal es un requerimiento que el banco central puede hacer a los bancos y que generalmente se deposita en el banco central. En México no existe Encaje legal. (Glosario del Banco de México 2010) Disponible en <<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/glosario/#E>>

con el cual se logró equilibrar la cuenta corriente de la balanza de pagos (Girón y Levy, 2005).

En la segunda mitad de los ochenta el número de instituciones se había reducido considerablemente, operando bajo el concepto de banca múltiple y a diferentes escalas de cobertura, lo que en principio respondió a la tendencia prevaleciente en el mercado. Sin embargo, la difícil situación del país y en particular la crisis de 1986, obligaron al sistema bancario a convertirse en vehículo para el financiamiento del gasto público bajo el régimen de máximo Encaje legal, se trató de condiciones de emergencia que sobre todo en 1987, desembocaron en fenómenos de desintermediación bancaria frente a otros agentes financieros que conformaron verdaderos “mercados paralelos”⁸.

En marzo de 1985 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público promovió una nueva reestructuración, se determinó entonces que el sistema de banca múltiple se reduciría de 29 a 20 instituciones, 6 de las cuales tendrían cobertura nacional, 8 multiregional y 6 más cobertura de carácter local. Finalmente, en abril de 1986 y mayo de 1988 se autorizaron 2 nuevas fusiones, con lo que las instituciones de crédito llegaron a sólo 18, número con el que inició el proceso de desincorporación en 1990 (Girón y Levy. Óp. Cit.). En el cuadro dos se puede observar la evolución del sistema bancario en México durante la década de 1982 a 1992.

A finales de 1989, con el cambio en las regulaciones de mercado, –que entre otras abarcaron la expedición de reformas a las Leyes para Instituciones de Crédito y para el Mercado de Valores, y un paquete de regulaciones para Grupos Financieros- se crearon las bases para la operación de grupos financieros y de sus sociedades controladoras, figura que posteriormente se convirtió en el eje para la creación de las nuevas entidades bancarias (Op.Cit.).

El conjunto de reformas legales dieron paso, por último, a la iniciativa de reforma constitucional para restablecer el régimen mixto en la prestación del servicio de banca y crédito, la cual se aprobó en mayo de 1990.

⁸ Son mercados creados al margen de los mercados organizados y oficiales y que no tienen una organización ni precios oficiales y públicos.

Suele identificarse con el Mercado Negro, sin embargo, los mercados paralelos aunque no oficiales, no están fuera de la Ley.

Fuente: <http://www.eumed.net/diccionario/dee/dee.pdf>

El llamado *proceso de reforma financiera* tuvo entonces que reconocer el marco imperante y proceder, a partir de 1988, a la creación o ampliación de medidas que liberarían al sistema bancario, mismas que culminaron con la reprivatización de las instituciones en 1991. (Girón y Levy, 2005)

A principios de los noventa el sistema bancario mexicano estaba desregulado, la banca comercial estaba altamente concentrada y no cumplía las funciones de generar financiamiento a la inversión productiva, tampoco ofrecía tasas de depósitos redituables a los ahorradores nacionales, de manera que, aun cuando el sector financiero no bancario creció de forma considerable, no pudo generar mecanismos efectivos y permanentes para financiar la inversión.

Esto derivó en importantes cambios en el Sistema Financiero nacional, entre las modificaciones más importantes de los años noventa deben mencionarse la reprivatización del sistema bancario, la restitución de la función de banca de inversión a la banca universal y la conformación de grupos financieros, además se reformó el mercado de valores, con lo que se remarcó el carácter global de los mismos; en esa década también se dotó de autonomía al Banco Central, inició el proceso de la privatización del sistema de pensiones, por otro lado, se aplicaron políticas monetarias basadas en bandas cambiarias y se renegoció la deuda externa en el marco del Plan Brady, uno de los más importantes cambios, tanto por su profundidad estructural como por el impacto mediático, fue la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). (Girón y Levy, Op. Cit. Pp.23).

Con la desregulación financiera se vincularon los intereses de distintos actores privados en los sectores bancario y bursátil, como consecuencia, la banca retomó el carácter universal que había perdido con la nacionalización bancaria y una vez restituida esta característica se preparó el camino para reprivatizar el sector bancario comercial en 1991. (Girón y Levy, 2005:25)

A continuación, para exponer el proceso de reprivatización del sector bancario se presenta el valor y fecha de reprivatización de cada banco:

Cuadro 3

Reprivatización del sector bancario comercial 1991

Banco	Fecha de asignación	Valor de operación (Miles de pesos)
Banamex	26-ago-91	\$ 9,744,982
Banca Confía	06-ago-91	\$ 892,260
Banca Cremi	25-jun-91	\$ 748,291
Banca Serfin	27-ene-92	\$ 2,827,791
Bancomer	28-oct-91	\$ 8,564,218
Banco BCH	13-nov-91	\$ 878,360
Banco Unión		
Banco de Crédito y Serv.	20-ago-91	\$ 425,131
Bancrecer		
Banco de Oriente	13-ago-91	\$ 223,221
Banco del Atlántico	30-mar-92	\$ 1,469,160
Banco del Centro	06-jul-92	\$ 869,381
Banco Internacional	29-jun-92	\$ 1,486,917
(Hoy Bital)		
Banco Mercantil del Norte	15-jun-92	\$ 1,775,779
(Hoy Banorte)		
Banco Mexicano Somex	05-mar-92	\$ 1,876,525
(Mexicano)		
Banco Promex	06-abr-92	\$ 1,074,474
Banoro	21-abr-92	\$ 1,137,811
Banpaís	08-jun-91	\$ 544,990
Multibanco Comermex	12-feb-92	\$ 2,706,014
(Inverlat)		
Multibanco Mercantil de México	11-jun-91	\$ 611,200

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público "El Crédito Público En La Historia Hacendaria De México".

En 1994 una de las reformas más significativas ocurrió, como ya se mencionó antes, con la autonomía del Banco de México, con esta reforma constitucional el financiamiento público se vería limitado y los déficit fiscales frenados⁹. Gracias a este cambio institucional el sistema financiero se convertía en el principal interlocutor del Banco de México, pues como Banco Central expandiría la base monetaria en

⁹ La Ley del Banco de México vigente, se publicó en el Diario Oficial el día 23 de diciembre de 1993 y establece que entrará en vigor el 1ro. de abril de 1994. El artículo 28 de la Constitución mexicana es el que regula esta institución y a la letra dice; "El Estado tendrá un Banco Central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al Banco conceder financiamiento"

función del objetivo de la estabilidad de precios, que rompió con el pacto social que se tenía, donde la clase obrera organizada y el sector empresarial nacional ejercían presión para obtener financiamiento, lo que provocó que el manejo de la oferta monetaria fuera realmente una negociación política y no un instrumento de política monetaria. La banca comercial gozaba de ingresos monopólicos gracias a los altos diferenciales entre las tasas de interés de los activos sin riesgo (CETES) y los depósitos bancarios, (Girón y Levy, 2005:26).

Por ello se argumentó que la autonomía del Banco Central se distorsionó, ya que sirvió como fuente de ingresos a los bancos y no como una alternativa de inversiones de largo plazo del Estado, aunado a esto la oligopolización del sistema bancario, provocó que la liberalización de la tasa de interés tuviera efectos contradictorios, al respecto Mántey (1996) sostiene que *“Si bien es cierto que los altos rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales trajeron importantes volúmenes de recursos externos; por otro lado, la liberalización de las tasas de interés sobre depósitos en los bancos dio a estas instituciones la oportunidad no sólo de mantener, sino de incrementar su diferencial con los activos sin riesgo. La especulación financiera, cuando se aplica a un sistema bancario oligopólico y un Banco Central protegido, representa una fuerte carga para el erario nacional, pues la colocación de valores gubernamentales a tasas de interés activas constituye la base de la estabilidad macroeconómica. El sector bancario, que resulta el más beneficiado con la desregulación, ya que puede expandir el crédito con mayor libertad, lejos de contribuir en la atracción de recursos externos y fomentar la canalización institucional de los ahorros internos –ofreciendo tasas de interés competitivas sobre los depósitos- aprovecha su poder monopólico para reducir las tasas de interés pasivas y ampliar las cuasi rentas a costa del presupuesto público.”* (Mántey, 1996)

Con la extranjerización de los bancos se aceleró la innovación financiera. El dinero plástico y los medios electrónicos de pago redujeron la elasticidad de la demanda de depósitos bancarios respecto a la tasa de interés, lo que permitió a los bancos reducir las tasas de depósitos en términos absolutos y en relación con las tasas de los valores gubernamentales. De 1995 a 2007, la tasa real promedio sobre los depósitos bancarios a tres meses fue negativa, de -2% anual, esto significaba que los bancos aún podían obtener un margen financiero libre de riesgo al invertir en valores gubernamentales los recursos que captan por depósitos (Mántey, 1996).

La banca extranjerizada también impulsó el desarrollo del mercado de derivados financieros. El oligopsonio¹⁰ en el mercado de depósitos bancarios hace particularmente rentables las operaciones en el mercado de derivados, donde los bancos actúan como intermediarios sin asumir riesgos de crédito y, en cambio, pueden beneficiarse del diferencial entre el rendimiento de los valores gubernamentales y la tasa a la que remuneran los depósitos de margen de las partes contratantes. Si la tasa de referencia se mantiene alrededor de 4%, permitiría un diferencial de aproximadamente 350 puntos porcentuales sobre el activo sin riesgo. (Op. Cit.)

La estructura oligopsónica que presenta el mercado de depósitos bancarios en México, no sólo se explica por el efecto de las innovaciones financieras sobre las preferencias del público, sino que responde también a barreras institucionales que han impedido el arbitraje de tasas de interés en el mercado monetario (Mántey 2008).

En su trabajo, Mántey 1996, explicó cómo las casas de bolsa a partir de la privatización, fueron beneficiadas con la designación exclusiva del manejo del mercado secundario de valores gubernamentales, y cómo estos beneficios se heredaron en la re-privatización y posterior formación de grupos financieros, lo que coloca a algunos bancos como parte fundamental del desarrollo de ese mercado que hoy en día se ve inmerso en una serie de contradictorios beneficios y desventajas pues el público inversionista solo puede invertir en los valores gubernamentales que son administrados por las casas de bolsa, quienes a su vez, forman parte de grandes grupos financieros que utilizan la estructura del mercado para regular el rendimiento de los fondos de inversión imponiendo –gracias a la menguada regulación- comisiones por servicios de administración de cartera (Tello, 1984).

A partir de 1997, los grupos financieros tienen la posibilidad de realizar reportos con valores gubernamentales, con lo que se favorecen las prácticas preferenciales hacia sectores específicos de depositantes, pues el rendimiento de los valores, es superior a la tasa de interés sobre los depósitos bancarios (Mántey, 2004).

Los límites de capital para participar en otros mercados financieros, también favorecen a los grandes bancos a través de las casas de bolsa que forman parte de

¹⁰ Estructura de Mercado que se caracteriza por la existencia de un número reducido de compradores para un producto o servicio determinado, lo que les concede cierto poder para determinar los precios y condiciones de compra.

sus grupos financieros, y que son participantes exclusivos en dichos mercados, un claro ejemplo es el mercado de Derivados. La estructura de éste tipo de mercados, permite la auto-regulación de acuerdo a criterios que los mismos participantes se imponen, las cuales son aprobadas por el Banco de México y la Secretaría de Hacienda en busca de la competitividad y la modernidad del sector financiero en el país. Sin embargo, estas estructuras de mercado resultan incluso contrarias a la soberanía nacional, debido a que muchas de las cláusulas y estatutos bajo los que se comercializan los derivados pertenecen a legislaciones extranjeras (Mántey, 2004).

Como ya se mencionó, una de las consecuencias naturales de la promoción de valores gubernamentales es el incremento en la demanda de este tipo de instrumentos, esto ha generado que se presionen a la alza los precios de los títulos y se deprima la tasa de interés. Para mitigar ese hecho el Banco de México ha utilizado los depósitos de valores, los Brems, etc. para servir como instrumento de regulación monetaria, a pesar de ello, la garantía gubernamental con que cuentan los valores del Estado, provocan que la demanda sea mayor que la oferta, lo que generó que el Banco Central colocara bonos del IPAB con fines de regulación Bancaria (Mántey, 2004).

Otra de las consecuencias de los beneficios que gozan los bancos bajo la estructura oligopsonica del sistema financiero en México, es que se ha deprimido la intermediación monetaria por medio del crédito; con cifras de Mántey en un trabajo de 2004, se muestra que de 1995 a 2007, la participación del crédito en el nivel del activo bancario bajo de 75% a 10%, mientras que las posiciones activas en reportos de valores e instrumentos derivados crecieron aceleradamente hasta llegar a 83% del activo bancario en 2007 (Mántey, 2004).

Así mismo, el crédito bancario, en términos reales, descendió a los niveles que presentó en 1982. En 2007, las fuentes alternativas de financiamiento interno y externo representaron 58% del financiamiento que recibió el sector privado de la economía.

La banca comercial en México, controlada por capital extranjero y casi completamente desregulada ha basado su rentabilidad en los ingresos monopólicos que obtiene de la intermediación de valores emitidos por el sector público, ya que tiene la facilidad de asignarse grandes márgenes de ganancia que logra captar en los mercados tanto hipotecario como comercial, en el primero por tamaño y en el segundo por volumen (Mántey, 2004).

Diferentes autores y autoras mencionan que la estructura del Sistema Financiero Mexicano ha provocado, entre otras cosas, que el crédito a la actividad productiva se vea segmentado y racionado, pero además se ha elevado el consumo en detrimento de la inversión pública y privada. El sector empresarial cada vez debe enfrentar mayores retos en materia de financiamiento y expansión, así que han recurrido a prácticas como el autofinanciamiento o el uso de instituciones que no son necesariamente pertenecientes al Sector Financiero.

La baja elasticidad a la tasa de interés, que muestra la demanda de depósitos bancarios, al igual que la demanda de crédito para vivienda y consumo, constituyen importantes fallas de mercado, que la regulación bancaria corregía durante el periodo del desarrollo estabilizador por miedo de la fijación de la tasa de depósito y la canalización selectiva del crédito (Mántey 2007).

POLÍTICA CAMBIARIA Y APERTURA COMERCIAL

En 1990 el tipo de cambio se ancló imponiéndose una banda cambiaria, dentro de la que flotaría la paridad cambiaria, inicialmente el piso de la banda quedó fijó al nivel de 3.0512 por dólar, mientras que el techo de la banda tenía un ascenso diario de 0.002 pesos por dólar. A partir del 20 de octubre de 1992 el límite superior comenzó a desplazarse a razón de 0.004 pesos por día. Del 10 de enero al 19 de diciembre de 1994 el tipo de cambio interbancario se depreció 12.6% dentro de la banda de flotación y el 20 de diciembre de 1994 se elevó el techo de la banda a 15%. Como resultado, en el curso de 1994 el peso se depreció 71% respecto al dólar (Girón y Levy 2005).

Aun cuando esta política cambiaria controló el proceso inflacionario de la década de los ochenta, los elevados costos fiscales producto de políticas de esterilización, usadas para controlar la oferta monetaria y neutralizar los efectos inflacionarios de la abundante entrada de capitales y el alto desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos, además del creciente endeudamiento interno en moneda extranjera (TESOBONOS)¹¹, derivaron en la depreciación del peso mexicano en diciembre de 1994 (Girón y Levy 2005).

Al respecto el Banco de México detalla algunos de los eventos de mayor relevancia en su informe anual de 1994:

¹¹ Los TESOBONOS son Bonos de la Tesorería de la Federación, estos bonos son de los llamados cupón cero, porque no se realizan pagos periódicos de intereses, sino que estos se pagan hasta la fecha de vencimiento del mismo. Generalmente su emisión era de 28, 91,182 días y 1 año, el periodo de colocación fue de 1989 a 1995.

“En 1994 el mercado cambiario estuvo sujeto a presiones de tiempo en tiempo. En febrero, las tasas de interés en los Estados Unidos empezaron a elevarse. Ello, aunado a factores que se mencionan más adelante, provocó una rápida depreciación de la moneda nacional dentro de la banda de flotación...”

“Además, en el propio febrero de 1994 y durante algunos períodos posteriores, ocurrieron acontecimientos de orden político y delictivo que impactaron fuerte y negativamente a los mercados. El secuestro de empresarios prominentes, así como el giro que tomaron las negociaciones y actitudes relacionadas con el conflicto de Chiapas causó gran inquietud. Ello determinó que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda...”

“El 23 de marzo el Lic. Luis Donaldo Colosio fue asesinado. El propio hecho y las inquietudes que surgieron en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad. La reserva internacional del Banco de México, que el día del asesinato era de 28,321 millones de dólares, cayó casi 11,000 millones en los treinta días posteriores al crimen...”

“A mediados de noviembre se produjo un acontecimiento político que causó nueva y adicional inquietud. Las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu, al despertar graves preocupaciones sobre la estabilidad del sistema político mexicano, causaron una pérdida de reservas de cerca de 3,500 millones de dólares...”

“La reanudada hostilidad del EZLN a principios de diciembre desencadenó mayor nerviosismo, que se hizo particularmente agudo con los anuncios hechos por ese grupo el día 19. Este factor, aunado a la renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala en contra de la moneda nacional...”

“Por tanto, el propio 19 de diciembre de 1994 por la tarde, la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario hasta entonces vigente, comunicando en el seno del "Pacto" su decisión de pasar a un régimen de flotación. En ese foro se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios decidió aceptar esta fórmula. Como es del dominio público, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre último.”

A continuación se muestra un cuadro en el que se pueden observar los distintos regímenes cambiarios por los que ha optado México desde 1957:

Cuadro 4

Resumen de los regímenes cambiarios en México desde 1954

Fecha	Régimen	Tipos de cambio	Cotizaciones*	
			Inicio	Fin
19 de abril de 1954 - 31 de agosto de 1976	Paridad fija	Fijo	\$ 12.50	\$ 12.50
1° de septiembre de 1976 - 5 de agosto de 1982	Sistema de flotación controlada	Operaciones en billetes/documentos	\$ 20.50	\$ 48.79
6 de agosto de 1982 - 31 de agosto de 1982	Sistema cambiario múltiple	General	\$ 75.33	\$ 104.00
		Preferencial †	\$ 49.13	\$ 49.81
		„Mex-dólar' ‡	\$ 69.50	\$ 69.50
1° de septiembre de 1982 - 19 de diciembre de 1982	Control generalizado de cambios	Preferencial	\$ 50.00	\$ 70.00
		Ordinario	\$ 70.00	\$ 70.00
20 de diciembre de 1982 - 4 de agosto de 1985	Control de cambios	Controlado	\$ 95.05	\$ 281.34
		Especial	\$ 70.00	\$ 281.51
		Libre	\$ 149.25	\$ 344.50
5 de agosto de 1985 - 10 de noviembre de 1991	Flotación regulada	Controlado de equilibrio	\$ 282.30	\$ 3,073.00
		Libre	\$ 344.50	\$ 3,068.90
11 de noviembre de 1991 - 21 de diciembre de 1994	Bandas cambiarias con desliz controlado	“FIX”	\$3,074.03	N\$ 3.9970
22 de diciembre de 1994 - presente	Libre flotación	“FIX”	N\$ 4.8875	-

Fuente: Regímenes Cambiarios en México a partir de 1954, Banco de México, 2010.

Después de la crisis de 1994, los bancos mantuvieron su posición de liderazgo e impusieron sus condiciones de valorización al resto de los intermediarios financieros, así como al sector productivo: primero utilizaron el encaje legal como una manera de presionar al sistema financiero, y posteriormente a través de la compra de títulos gubernamentales, incrementaron sus posiciones de financiamiento público. Al desprenderse de las carteras vencidas los bancos trasladaron sus valores al estado, sin embargo, mantuvieron su aversión al riesgo limitando la emisión de créditos bancarios.

Como resultado de ésa crisis, se hicieron modificaciones institucionales en el sistema financiero mexicano, como ya se mencionó, dentro de éstas reformas destaca la venta de la banca privada a extranjeros; como resultado de la devaluación del peso en diciembre de 1994, las carteras vencidas incrementaron y fueron asumidas por el Estado, convirtiéndose en valores que se trasladaron al Fondo Bancario de Protección al Ahorro, posteriormente Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (FOBAPROA-IPAB), además la venta fue también resultado de la crisis bancaria en la que cayeron las reservas bancarias, que se resolvió adelantándose la entrada de capital extranjero a dicho sector con el fin de capitalizar la industria (Girón y Levy, Op. Cit).

El Tratado de Libre Comercio de América del Norte fue una herramienta que sirvió para adquirir compromisos por parte de México en materia de apertura a capitales externos, en este marco se acordó abrir el sector financiero a la competencia internacional. En los acuerdos escritos derivados del tratado se pactó una apertura inmediata para las instituciones de fianzas, almacenes generales de depósito, uniones de crédito, sociedades de inversión y controladoras de sociedades de inversión. Para instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades financieras de objeto limitado, instituciones de seguros, empresas de factoraje financiero y arrendadoras, la apertura sería gradual.

El 15 de febrero de 1995 se permitió el acceso de inversionistas institucionales extranjeros, para fortalecer el capital social de las instituciones financieras nacionales, que provocó una reducción del número de bancos, casi todos asociados al capital internacional. La banca mexicana tuvo que enfrentar, con claras desventajas a causa de su debilidad, la competencia internacional, esto ocasionó de inmediato un proceso acelerado de extranjerización bancaria, que dejó a la economía desprovista de intermediarios nacionales, en la que quedaron a principios de 2001 sólo dos bancos bajo el respaldo del capital nacional: Bital y Banorte-Bancrecer (Girón y Levy, Op. Cit). En enero de 2004 Grupo Bital fue absorbido por el grupo inglés HSBC, y en 2011 el grupo Banorte se fusionó con otro mexicano, Ixe Banco, para formar el único grupo financiero con capital mayoritariamente mexicano.

NUEVOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Sistema de ahorro para el retiro

Una de las reformas más importantes fue la privatización del sistema de pensiones y el fortalecimiento del sector de los seguros con la intención de fortalecer al mercado financiero. Con ello se estableció el Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), en 1992 forma parte de una serie de acciones tomadas por el estado que permitieron el aumento de la penetración financiera y la cobertura bancaria, específicamente la apertura del sector bancario y financiero para ampliar el ahorro doméstico. En términos del producto interno bruto, entre 1985-1988 el ahorro financiero tuvo un movimiento positivo con una media de 26% y entre 1989-2004 la profundización financiera alcanzó un crecimiento medio de 31%.

En 1995 se reformó el Sistema de Seguridad Social (entrando en vigor hasta 1997), que reorientó los mecanismos entonces vigentes para la cobertura financiera del retiro de los trabajadores afiliados al IMSS. La reforma consistió en establecer un sistema de pensiones de beneficio definido, en sustitución del sistema de reparto que operaba originalmente, por un sistema de contribuciones definidas con cuentas individuales administradas por empresas de giro exclusivo denominadas Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores).

El cuadro 4 muestra el rendimiento de cada Afore que se asigna de acuerdo a la edad del trabajador.

Cuadro 5

Rendimiento de Afores en México 2011.

RENDIMIENTO NETO PROMEDIO EN EL SISTEMA 36 MESES	
Rendimiento Neto de la SB5 (26 años y menores)	6.04%
Rendimiento Neto de la SB4 (27 a 36 años)	6.14%
Rendimiento Neto de la SB3 (37 a 45 años)	5.87%
Rendimiento Neto de la SB2 (46 a 55 años)	5.59%
Rendimiento Neto de la SB1 (56 años y mayores)	6.05%
Rendimiento Neto Promedio en el sistema*	5.91%

*Ponderado por activos netos de los 5 fondos

Fuente: CONSAR. Cifras al cierre de febrero de 2011

Actualmente cada trabajador elige la Afore que considere su mejor opción de acuerdo a los rendimientos, plazos, años de cotización, etc. que le ofrezca el mercado de afores¹².

Han pasado catorce años desde que las Afores iniciaron operaciones y han acumulado fondos -en las cuentas individuales de retiro- por más de mil millones de pesos lo cual representa aproximadamente 10.29% del PIB hasta abril de 2010, el cuadro 5 muestra tanto el capital que las afores mantienen invertido en las SIEFORES como el activo total de cada una de las Afores en México.

¹² Ley del seguro social, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 21 de diciembre de 1995 (última reforma DOF-26/052009).

Cuadro 6

Activos totales de las Administradoras de Fondos para el Retiro 2010, (Millones de pesos).

Afore	Capital de las Afores*	Activos netos totales	Proporción capital-activos
Banamex	\$ 2,114	\$ 210,874	1.00%
Bancomer	\$ 1,716	\$ 191,717	0.90%
ING	\$ 1,450	\$ 159,120	0.91%
Profuturo GNP	\$ 1,401	\$ 130,766	1.07%
Inbursa	\$ 1,057	\$ 119,309	0.89%
XXI	\$ 731	\$ 79,101	0.92%
Banorte General	\$ 845	\$ 76,810	1.10%
PensionISSSTE	\$ 1,575	\$ 71,492	2.20%
Principal	\$ 471	\$ 50,622	0.93%
Invercap	\$ 418	\$ 41,533	1.01%
HSBC	\$ 407	\$ 35,670	1.14%
Metlife	\$ 306	\$ 28,335	1.08%
Coppel	\$ 272	\$ 26,785	1.02%
Azteca	\$ 152	\$ 11,040	1.37%
Afirme Bajío	\$ 77	\$ 5,801	1.33%
Total	\$ 12,991	\$ 1,238,975	1.05%

*Recursos de las Afores que, conforme a las normas de capitalización, deben mantener invertidos en las Siefores

Cifras al cierre de abril de 2010

Fuente: http://www.consar.gob.mx/panorama_sar/recursos_administrados.shtml.

Podemos observar que el capital que las administradoras deben poseer por obligación, es apenas del 1.05%, lo cual otorga un margen de liquidez de prácticamente todos los activos para poder realizar, transacciones y movimientos que retribuyan en mayores rendimientos a los trabajadores. El Sistema de Afores administra las cuentas de 41 millones de trabajadores, con un rendimiento histórico real de 6.27%. Del total de esas cuentas, a abril de 2010, Afore Banamex es la que tiene el manejo del mayor número de cuentas, con el 16.1 por ciento del total lo que representa 19% de su activo total, seguida de ING que administra el 12.6 por ciento de las cuentas y en tercer lugar Bancomer con 11.2 por ciento, lo que representa 16% del total de sus activos, estas participaciones las podemos observar a continuación:

Cuadro 7

Administradoras de Fondos para el Retiro, registradas en CONSAR 2010. (Número de Cuentas Administradas)

Afore	Cuentas de trabajadores Registrados	Cuentas de trabajadores Asignados	Cuentas Totales
Banamex	6,100,532.00	357,388.00	6,457,920.00
ING	3,868,494.00	1,174,538.00	5,043,032.00
Bancomer	3,700,699.00	793,321.00	4,494,020.00
Banorte Generali	2,701,368.00	1,198,820.00	3,900,188.00
Inbursa	1,270,523.00	2,153,561.00	3,424,084.00
Profuturo GNP	2,687,607.00	467,282.00	3,154,889.00
XXI	1,615,595.00	1,338,036.00	2,953,631.00
Principal	1,475,890.00	1,351,515.00	2,827,405.00
Coppel	1,683,878.00	163,485.00	1,847,363.00
HSBC	863,667.00	565,020.00	1,651,818.00
Invercap	298,580.00	474,627.00	1,338,294.00
Metlife	298,580.00	923,638.00	12,222,218.00
Azteca	202,213.00	766,790.00	969,003.00
Afirme Bajío	48,837.00	681,498.00	730,335.00
Total	27,604,681.00	12,409,519.00	40,014,200.00

Cifras al cierre de abril de 2010.

Fuente: http://www.consar.gob.mx/panorama_sar/recursos_administrados.shtml

La participación total de los 7 bancos más importantes en la administración de cuentas es de 28%. Actualmente encontramos 14 afores en México, algunas de ellas de capital privado avalado por la banca múltiple, algunas otras son de bancos pequeños en naciente expansión, así como de otras instituciones independientes públicas o privadas.

La reforma al Sistema de Pensiones transformó el antiguo régimen de reparto por un nuevo sistema basado en cuentas individuales, capitalizadas y totalmente financiadas, con este nuevo Sistema de Pensiones el Gobierno pasó de una participación del 5 por ciento del total de cuotas a la seguridad social, a una de 35 por ciento (CONSAR, 2010) .

Esta reforma funcionó como un instrumento de financiamiento de la economía nacional, al contribuir a la expansión del ahorro, que a su vez promovió el desarrollo dinámico de los mercados financieros y constituirse como fuente amplia y permanente de capital de largo plazo. (CONSAR, 2010)

Las Afores captaron los fondos de pensiones que se traspasaron a las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores); durante los primeros tres años de vida las Siefores destinaron más del 90% de sus inversiones a la compra de títulos gubernamentales, no obstante, esa proporción ha disminuido como resultado de un mayor acceso al mercado de valores, así como a mayores rendimientos que ofrecen otros demandantes de financiamiento, sin embargo, la inversión en valores del Estado sigue atrayendo 60% del total de las Siefores. La inversión por parte de las Siefores a febrero de 2011 muestra la siguiente distribución

Cuadro 8

Composición porcentual de la inversión por tipo de deuda de las Siefores, febrero 2011. (Cifras porcentuales)

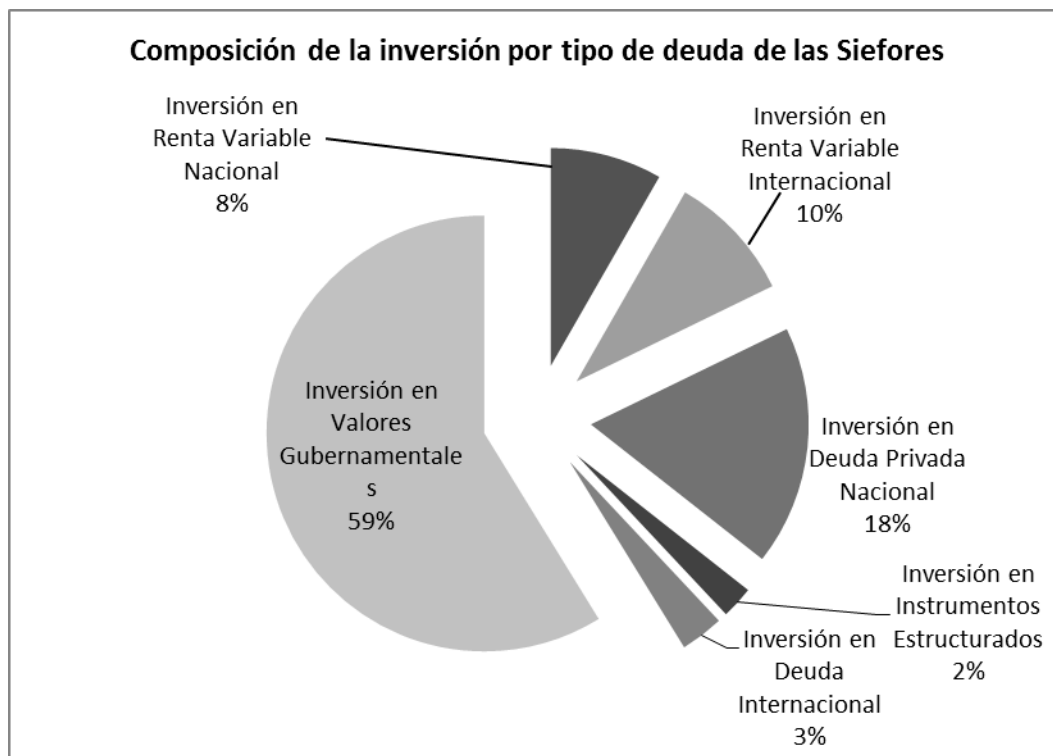
Siefore	Inversión en Renta Variable Nacional	Inversión en Renta Variable Internacional	Inversión en Deuda Privada Nacional	Inversión en Instrumentos Estructurados	Inversión en Deuda Internacional	Inversión en Valores Gubernamentales
Afirme	9	2.5	19.2	-	1.9	67.4
Azteca	10.5	-	5.5	-	4.3	79.8
Banamex	8	12.4	14.3	4.1	3.2	58
Bancomer	8.2	11.9	16.4	2.2	3.1	58.3
Banorte	14.3	6	21.1	0.3	5.2	53.1
Coppel	9.5	9.5	29.1	0.6	-	51.4
HSBC	9.5	9.9	11.9	0.9	0.2	67.5
Inbursa	5.8	3.7	16.8	2	0.9	70.7
ING	6.5	10.3	19.1	4.2	3.2	56.7
Invercap	11.7	10.1	11.9	3.1	4.3	58.9
Metlife	8	9.6	21.6	1.9	5.9	53.1
PensionISSSTE	5.7	4.4	20.5	0.9	2.7	65.9

Principal	9.9	7	19.1	0.9	3.1	60.1
Profuturo	7.9	14.3	21	3.1	4.2	49.4
XXI	9.5	5.4	19.7	0.1	3.4	62
Total general	8.3	9.5	17.8	2.4	3.2	58.8

Fuente: Información citada en Girón y Levy Op. Cit. hasta 2005 y actualizada con datos de CONSAR hasta febrero de 2011. Para ver más a sobre el destino de los recursos de las pensiones ver Levy 2003. CONSAR Cifras porcentuales al cierre de febrero de 2011.

Como se puede observar en el cuadro 7 y en la gráfica 1 los Valores Gubernamentales son el principal destino del ahorro de los trabajadores, en mucha menor medida le siguen la inversión en deuda privada nacional, renta variable internacional y renta variable nacional respectivamente, estos tres sectores captan el resto de las inversiones por parte de las Siefores.

Gráfica 1



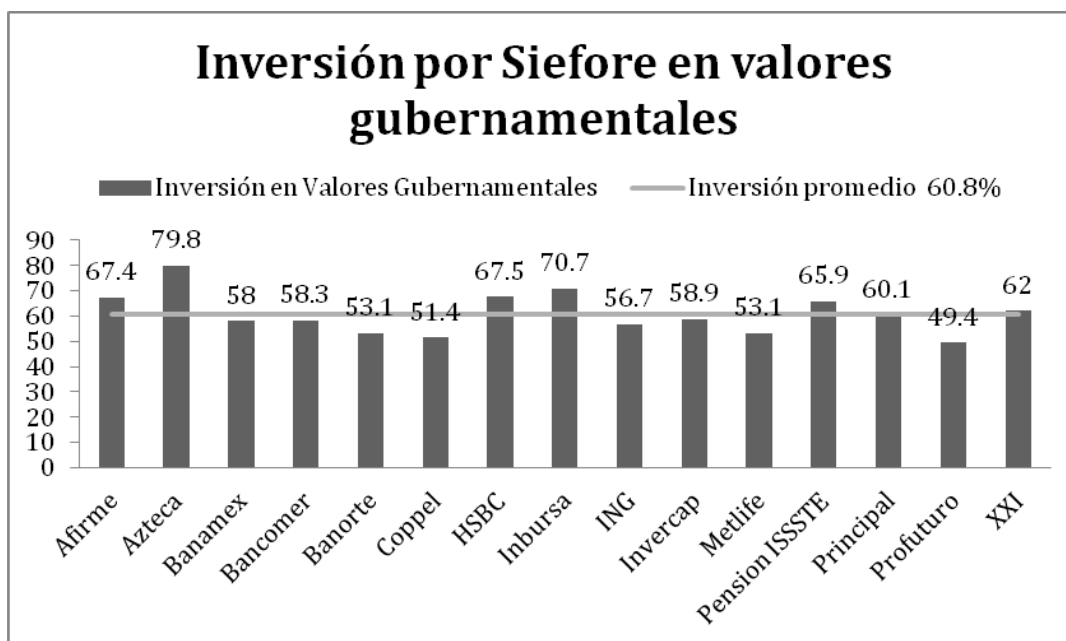
Fuente: CONSAR. Cifras porcentuales al cierre de febrero de 2011.

Las inversiones en instrumentos estructurados y en deuda internacional son los sectores que menos inversión captan por medio de las Siefores, esto puede deberse a la desconfianza en mercados más complejos y con mayor riesgo, a pesar de ello, la tendencia indica que la deuda privada nacional conserva mayor captación, lo que

puede beneficiar al sector interno mediante el impulso de proyectos productivos y el fomento de instrumentos financieros de largo plazo.

A continuación se presenta una gráfica donde se observa el porcentaje de inversión en Valores Gubernamentales que destinan las Siefores del total de fondos colocados.

Gráfica 2



Fuente: CONSAR. Cifras porcentuales al cierre de febrero de 2011.

Como se puede observar, todas las Siefores colocan en promedio 60% del total de sus inversiones en valores Gubernamentales, lo que por una parte da cierta certeza a los ahorradores y por otra busca obtener rendimientos equilibrados, además forma parte de una estrategia de administración de carteras mixtas, donde se colocan un porcentaje de valores en papel sin riesgo y un porcentaje menor en mercados más volátiles, por ejemplo, en el mercado de deuda privada nacional el porcentaje de colocación es de 18%, mientras que en mercados de renta variable internacional de 10%, y en mercados de productos estructurados y deuda internacional solo son de 2% y 3% respectivamente.

BANCA Y CRÉDITO

El Servicio de Banca y Crédito es la principal actividad que realizan los bancos como instituciones de intermediación financiera. De acuerdo a la Ley de Instituciones de Crédito, *se considera servicio de banca y crédito a la captación de recursos de los ahorradores en el mercado nacional para su colocación en el público mediante actos causantes de pasivo directo o contingente, quedando el intermediario obligado a cubrir el principal y, en su caso, los accesorios financieros (intereses) de los recursos captados.* Estas dos funciones básicas de la banca se describen a continuación:

- Captar recursos del público, se refiere a obtener recursos provenientes de instrumentos, tales como: los depósitos que realizan las personas físicas y morales en las instituciones de crédito, a través de ventanillas, y los préstamos que las personas físicas y morales le realizan a las instituciones de Crédito.
- La colocación de recursos entre el público son los créditos que las instituciones de crédito le otorgan a las personas, empresas y al Gobierno, que demandan recursos en el mercado y están dispuestos a pagar los intereses correspondientes. (Comisión Nacional Bancaria y de Valores CNBV, 2011)

En México, las instituciones que están facultadas para ejercer las funciones de Banca y Crédito son las integrantes del Sistema Financiero Mexicano. Actualmente la CNBV se encarga de supervisar a Bancos, Sector Bursátil, Sociedades de Inversión, Banca de Desarrollo y Entidades de Fomento al Sector Popular y Unidades de Crédito, en cumplimiento a las normas establecidas de esa institución (CNBV, 2011).

La Banca Comercial

El sector de bancario está integrado por: Grupos Financieros, Sector Bancario, Instituciones de Banca de Desarrollo, Sociedades Financieras de Objeto Limitado, Oficinas de Representación y Agencias de Bancos Extranjeros, Fondos y Fideicomisos Gubernamentales y Organismos de Fomento. Dentro del Sector Bancario se encuentran las Instituciones de Banca Múltiple, en México existen cuarenta y un Bancos Múltiples, con un activo total a noviembre de 2011 de \$6, 148,673.00 millones de pesos, de los cuales 79% es decir \$4, 830,955.00 se concentran en los 7 bancos más grandes (G-7) integrado por: Banamex, Banorte,

BBVA Bancomer, HSBC, Inbursa, Santander y Scotiabank, el siguiente cuadro muestra la participación de cada una de las 7 instituciones más grandes.

Cuadro 9

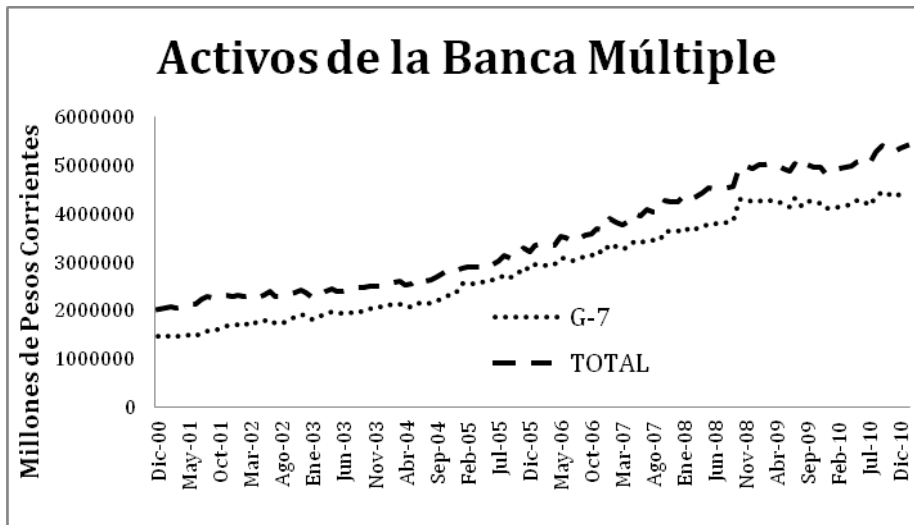
Participación de las 7 Instituciones Financieras más importantes en la Banca Múltiple (G7), al año 2011 expresado en MDP.

BANCO	MILLONES DE PESOS CORRIENTES	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
BBVA BANCOMER	\$ 1,165,977.15	27%
BANAMEX	\$ 1,112,367.47	25%
SANTANDER	\$ 680,478.43	15%
BANORTE	\$ 555,510.76	13%
HSBC	\$ 429,120.32	10%
INBURSA	\$ 249,200.09	6%
SCOTIABANK	\$ 200,475.89	5%
G7	\$ 4,393,130.11	100%

Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

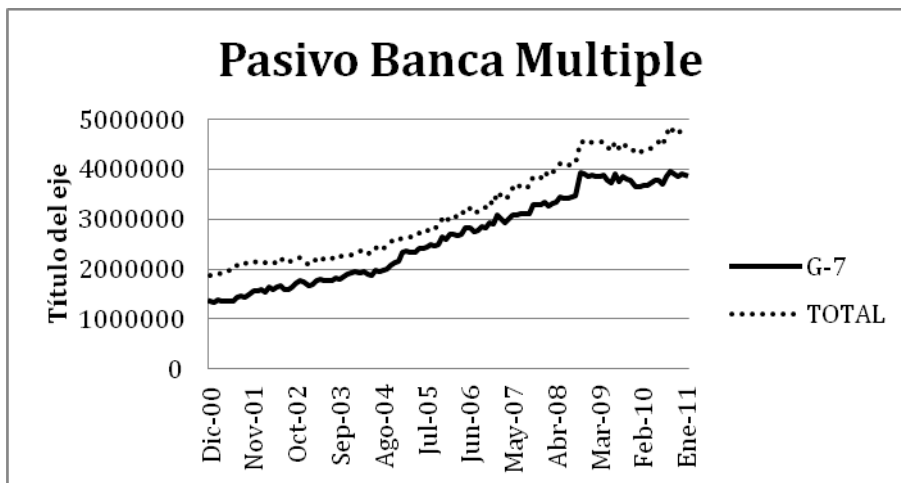
Las gráficas 3 y 4 muestran el grado de concentración tanto en posiciones activas como pasivas del G7, además de mostrar la evolución natural del crecimiento del sector, durante los últimos diez años, es claro que tanto la proporción como la tasa de crecimiento son constantes en ambos indicadores, lo que es una evidencia de la relación entre el crecimiento económico del sector.

Gráfica 3



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

Gráfica 4



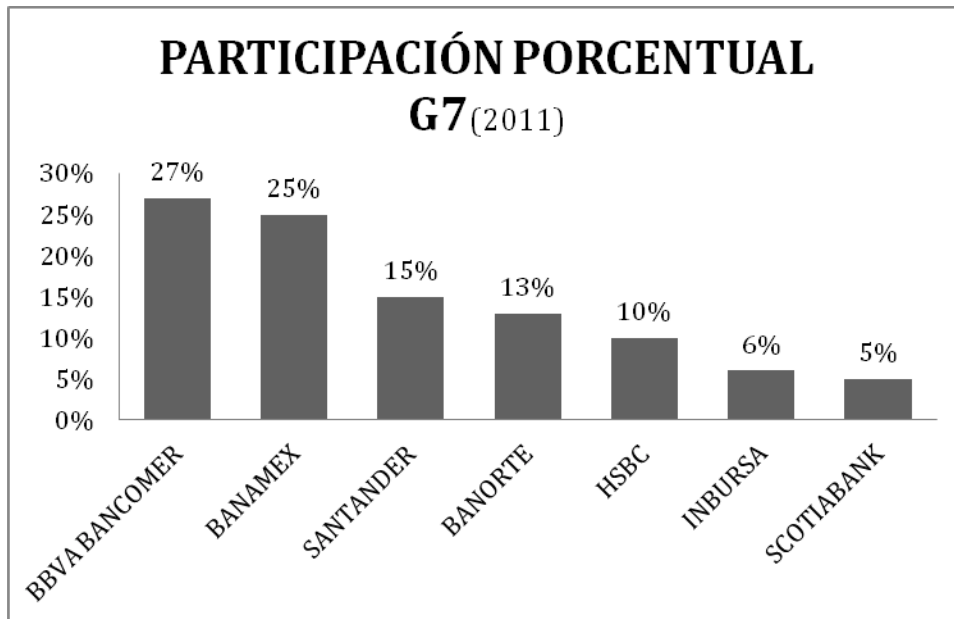
Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

En el mundo las proporciones de concentración no son muy diferentes, pues en Argentina la participación de los cinco bancos más grandes en los activos bancarios totales es de alrededor de 40 %, 50 % en India, 60 % en Tailandia, 13 % en Estados Unidos, 27% en Japón, 17 % en Alemania, 47 % en Francia, 29% en Italia, 57% en Gran Bretaña, 65 % en Canadá, 50% en Suiza y 49% en España¹³ (Girón y Correa, 1998)

¹³ Mercados Financieros globales: desregulación y crisis financieras. Alicia Girón y Eugenia Correa. Siglo XXI, 01/01/1998

Gráfica 5

Participación del G7 en el activo total de la Banca Comercial, 2011.



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

Observando la gráfica anterior, se muestra un alto grado de concentración en el mercado bancario, pues de las 7 instituciones de mayor peso solamente dos – Bancomer y Banamex- aportan poco más de 50% de los activos, cada una de estas dos instituciones forma parte de grupos bancarios extranjeros, el español BBVA y el estadounidense Citigroup respectivamente.

Actualmente un número importante de bancos que operan en México se integran de capital mayoritariamente extranjero, por lo que trabajan mediante la figura de Filial de sus respectivas matrices del exterior. La legislación mexicana contempla asimismo, las figuras de sucursal y oficina de representación de instituciones financieras del exterior, aunque a diferencia de la filial, éstas tienen importantes restricciones para operar en el mercado nacional (Pineda, 2007: 4)

El hecho de que sean solo unos cuantos los bancos que controlan el mercado del crédito puede conducir a la colusión entre ellos para imponer precios más elevados por sus servicios; en éste sentido en México, como en un número cada vez mayor de países, opera una instancia que tiene como propósito vigilar que no se den este tipo de prácticas que la ley considera ilegales, la Comisión Federal de Competencia, (Pineda, 2007: 12)

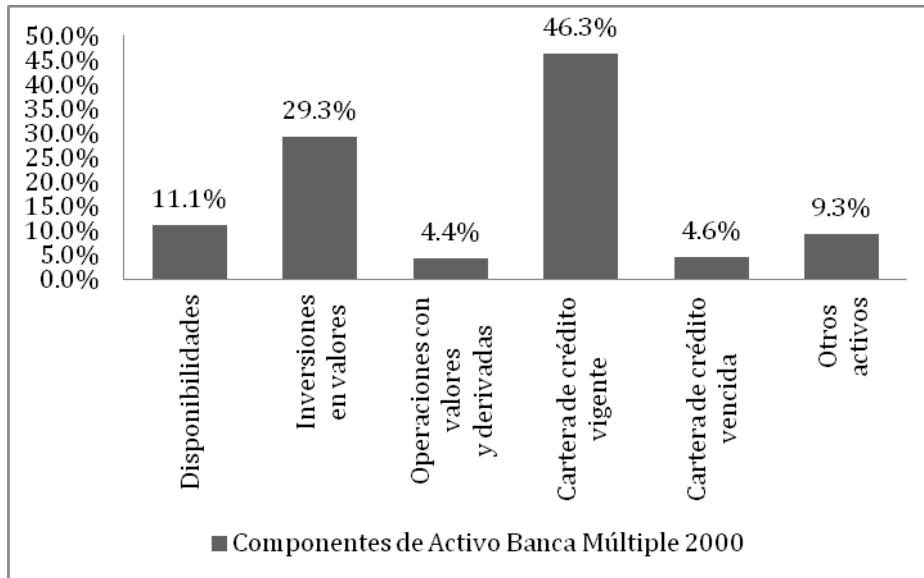
Los análisis en torno a la competencia y eficiencia de un sistema financiero, sin embargo, ya no se centran en el nivel de concentración. Ahora se considera, en el

marco de la llamada *Teoría de la Impugnabilidad*, que el nivel de concentración no es necesariamente tan importante para la determinación de los precios a los productos financieros, sino la existencia o no de barreras a la entrada al mercado. Según esta teoría, existen empresas multiservicio, que pueden ofrecer uno o más servicios sin incurrir en costos de entrada, esto es, costos para ingresar en el mercado de un nuevo servicio- por lo que pueden incursionar en tales mercados, *impugnando* a las empresas que ya existen en él y saliendo de ellos ya que han obtenido su ganancia, si así lo desean (Pineda, 2007: 14).

Usos y Fuentes del Financiamiento Bancario

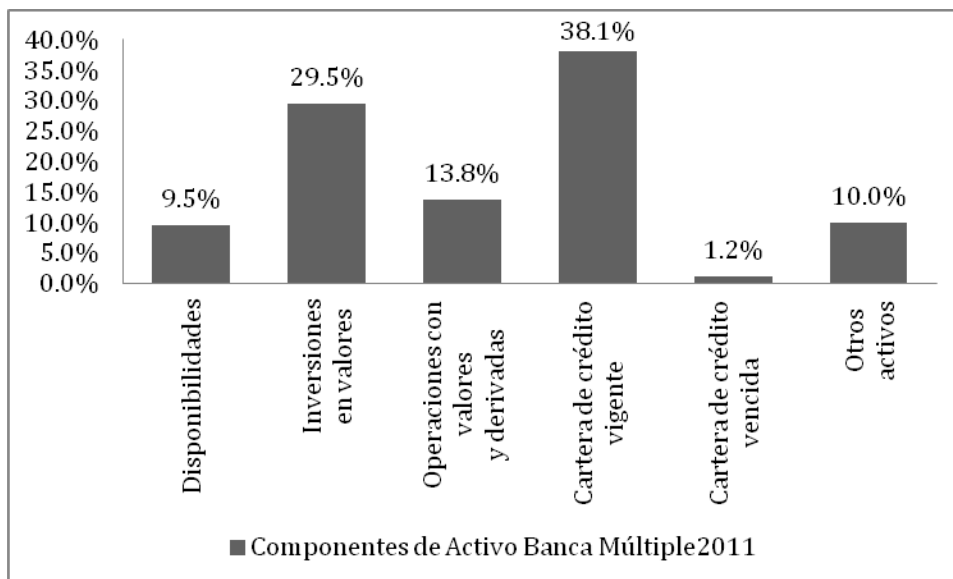
El Activo total de la Banca Comercial (Usos) de 2000 a 2011 presentó una tasa de crecimiento anual de 10.6%, dentro del cual las operaciones con valores y derivados presentan un mayor dinamismo con 22.8% de crecimiento anual, y pasaron de una participación de 4.4% en 2000 a 13.8% en 2011, éste incremento lo sitúa por encima de las disponibilidades totales, que representan 9.5% del total, ésto demuestra la importancia de los instrumentos financieros dentro del mercado financiero mexicano. La cartera vencida presentó tasa negativa con -2.2% y su participación pasó de 4.6% a 1.2%. Por otra parte los activos de la Banca Comercial vieron reducida la participación por parte de la cartera de crédito vigente al pasar de 46.3% a 38.1% (ver gráficas 6 y 7), en ellas podemos observar el movimiento de los diferentes componentes del activo entre noviembre de 2000 y noviembre de 2011

Gráfica 6
Componentes de Activo de la Banca Múltiple
Noviembre 2000.



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

Gráfica 7
Componentes de Activo de la Banca Múltiple
Noviembre 2011.

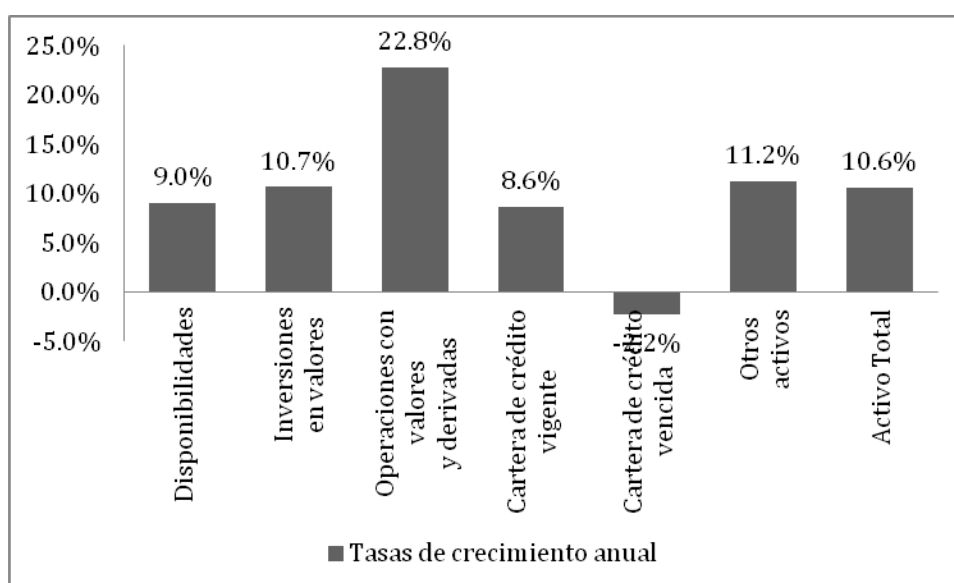


Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

Los gráficos anteriores nos muestran, que la banca comercial otorga casi cuatro veces más créditos que las disponibilidades con las que cuenta, es decir, del total de los activos de la banca comercial (\$6, 148,673.00) solamente \$2, 342,630.00 mdp son créditos vigentes, se observa que ésta proporción no cambió desde el año 2000 a la fecha, en general las proporciones al interior de los componentes de activo se han mantenido relativamente estables durante la última década.

En la gráfica 8 se observa la tasa de crecimiento porcentual de cada uno de los componentes de activos dentro de la Banca Múltiple:

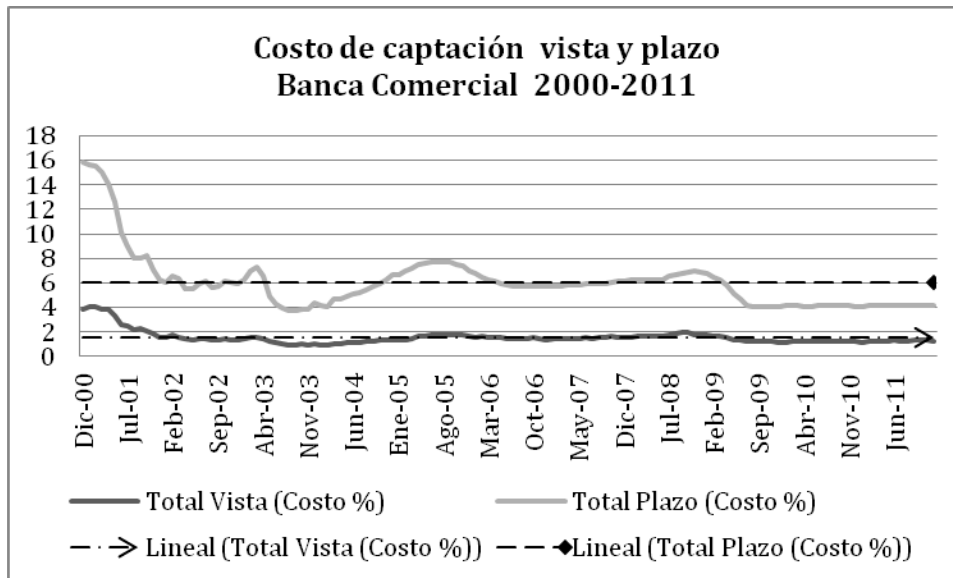
Gráfica 8
Componentes de Activo de la Banca Múltiple
Tasas de crecimiento anual 2000-2011



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

La captación (Fuentes) que concentró la banca comercial del año 2000 a 2011, tuvo un costo promedio de 1.57% anual en depósitos a la vista y de 6.08% anual en depósitos a plazo (gráfica 9). Lo que supone una mayor rentabilidad en los instrumentos de largo plazo, que se corresponde con la mayor retribución al ahorro duradero, coherente con el mainstream teórico económico actual, sin embargo, esto no significa que los motivos por los cuales el ahorro en el país crece o disminuye sean los que dicta la teoría económica (ver capítulo 1).

Gráfica 9



Elaboración propia con datos de INEGI, 2011.¹⁴

AHORRO EN MÉXICO

El ahorro, representado como la capacidad de emisión de crédito de un país, tiene una diferenciación en tanto ahorro financiero y ahorro voluntario (Morales, 2007), que radica en que el ahorro financiero incluye a todo el ahorro realizado en instrumentos financieros tanto bancarios como no bancarios, y se puede medir mediante el agregado monetario M4¹⁵ menos billetes y monedas en poder del público, si a éste monto se le resta el ahorro obligatorio que proviene de las aportaciones al Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR, ver apartado 1.2), que las

¹⁴ CAPTACIÓN DE RECURSOS EN MONEDA NACIONAL: IMPORTE Y COSTO. TOTAL DE LA BANCA MÚLTIPLE. Diciembre de 2000 a Diciembre de 2011. Importes relativos al Promedio Mensual de Saldos Diarios, en millones de pesos, y costos de captación expresados en por ciento anual.

¹⁵ **Agregado Monetario M1:** Este agregado está compuesto por los billetes y monedas en poder del público, las cuentas de cheques en poder de residentes del país y los depósitos en cuenta corriente. Los billetes y monedas en poder del público se obtienen al excluir la caja de los bancos del total de billetes y monedas en circulación.

Agregado Monetario M2: El agregado monetario M2 incluye a M1, a la captación de residentes en la banca y en las sociedades de ahorro y préstamo, a los valores públicos y privados en poder de residentes y a los fondos para la vivienda y otros.

Agregado Monetario M3: Este agregado incluye a M2, así como a la captación bancaria de residentes del exterior y a los valores públicos en poder de residentes del exterior.

Agregado Monetario M4: El agregado monetario M4 incluye, además de M3, la captación de las sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior provenientes de residentes en el exterior y de nacionales. Este agregado monetario se puede desagregar entre las tenencias de activos en poder de residentes y no residentes.

Fuente: Banco de México

empresas y entidades del sector público tienen que realizar a favor de sus trabajadores, obtendremos el ahorro voluntario del país (Morales, 2007).

La importancia del ahorro voluntario radica en la composición que presenta, pues en México se conforma principalmente de Valores del Sector Público, Banca Comercial y otros instrumentos. Su expansión es importante porque en gran medida la capacidad interna que tenga la economía mexicana de seguir otorgando financiamiento al sector privado a tasas altas, dependerá del ritmo de crecimiento del ahorro voluntario, (Morales, 2007).

En México, en un contexto de corto plazo, el ingreso es la principal determinante del ahorro, el efecto de las tasas de interés es positivo y muy reducido desde un punto de vista estático, sin embargo, tampoco se descarta que el ahorro voluntario en instrumentos financieros esté influido por el motivo precaución (Morales 2007 pp. 10).

En un estudio basado en la ENIGH que se enfoca al ahorro de las familias, realizado por O. Atanasio y M. Székely¹⁶, se determinó que 70% del ahorro proviene de 10% de las familias que pertenecen al nivel de ingreso más alto, en tanto que 40% de familias que corresponden a los menores niveles de ingreso presentan ahorro negativo, el análisis de éstos autores también indica que el grupo de población con mayor nivel de escolaridad muestra un patrón de ahorro similar al que señala la teoría del ciclo de vida¹⁷. También hay estudios que reportan que el Ahorro Voluntario en instrumentos financieros puede verse influido significativamente por factores como la mayor disponibilidad de crédito por parte de las familias, y reporta una importancia significativa al efecto del cambio de expectativas en el comportamiento de la economía sobre el Ahorro Voluntario por motivos de precaución. En 2005 el FMI¹⁸ estimó (FMI 2005) un modelo econométrico con datos anuales del ahorro privado como proporción del PIB, y reveló evidencia reducida de que la riqueza financiera ha tenido impacto estadísticamente significativo sobre el ahorro privado, además añade que esto puede cambiar en la medida en que aumente la capitalización de la economía mexicana; dicho análisis también indica que cuanto mayor sea la dependencia de los adultos mayores con respecto a la población económicamente activa menor será la capacidad de ahorro.

¹⁶ Citados por Fco. Javier Morales E. en Principales determinantes del ahorro en México BBVA Bancomer Research. Estudios Económicos 2007.

¹⁷ Teoría que considera que los individuos buscan suavizar su consumo a lo largo de su vida, incurriendo en deudas cuando son adultos jóvenes, ahorran cuando son adultos mayores (y liquidan sus deudas anteriores) y desahorran cuando se jubilan.

¹⁸ Fondo Monetario Internacional “Mexico Selected Issues” capítulo III “Private Saving In Mexico-Long Term Trends and Short-Term Changes”

Morales en el 2007, estimó un modelo econométrico y obtuvo resultados que indican que el principal determinante del Ahorro Voluntario en instrumentos financieros es el ingreso medido mediante el IGAE (Indicador Global de Actividad Económica), donde resultó que por cada unidad que el IGAE aumenta, el Ahorro Voluntario en instrumentos financieros aumentaría en 44.5 miles de millones de pesos (mmp), de manera similar, el incremento de un punto porcentual de la tasa de crecimiento del IGAE generaría un aumento del Ahorro Voluntario de 62.3 mmp. Bajo este esquema se tiene que el IGAE sigue siendo el principal determinante del ahorro voluntario en instrumentos financieros, pues para el periodo considerado en el modelo (2000 a 2006) dicha variable explicó cerca de 75% de su incremento. Uno más de los resultados indica que para que el Ahorro Voluntario en instrumentos financieros crezca de manera sostenida a tasas altas por periodos largos se requiere que el crecimiento del ingreso (PIB) también se presente de manera sostenida y a tasas altas, esto debido a que los resultados mostraron una elasticidad ingreso del ahorro voluntario¹⁹ mayor a la unidad pero no muy grande (Morales 2007 pp.13).

Según el estudio, existen efectos positivos de la tasa de interés (TIIE a 28 días) sobre el ahorro voluntario en instrumentos financieros, pero solo en el caso de ahorro realizado en valores emitidos por empresas tanto privadas como públicas, en cambio, aumentos en la tasa de interés disminuyen la captación bancaria a la vista debido a que aumenta el costo de oportunidad de mantener recursos líquidos, de manera que el efecto neto del aumento de un punto porcentual de la TIIE a 28 días, sin interacción entre variables, es positivo y de pequeña magnitud: 1.3 mmp. Por otro lado se señala que el IGAE es la única variable exógena cuyo impacto social es positivo y de gran magnitud al incrementarse en un punto porcentual; el desempleo reacciona de manera inversa a flujos de Ahorro Voluntario, pues en ese estudio se observó que la pérdida de ingreso que tendrían los individuos, debido a una mayor tasa de desempleo, terminaría reduciendo el AV en instrumentos financieros, por lo tanto, se puede argumentar que es probable que menores tasas de desempleo se traducirían en mayores niveles de ahorro. Por último, el autor halló evidencia de que si la inflación anual aumenta en un punto porcentual, el AV se reduce en poco más de 7.3 mmp.

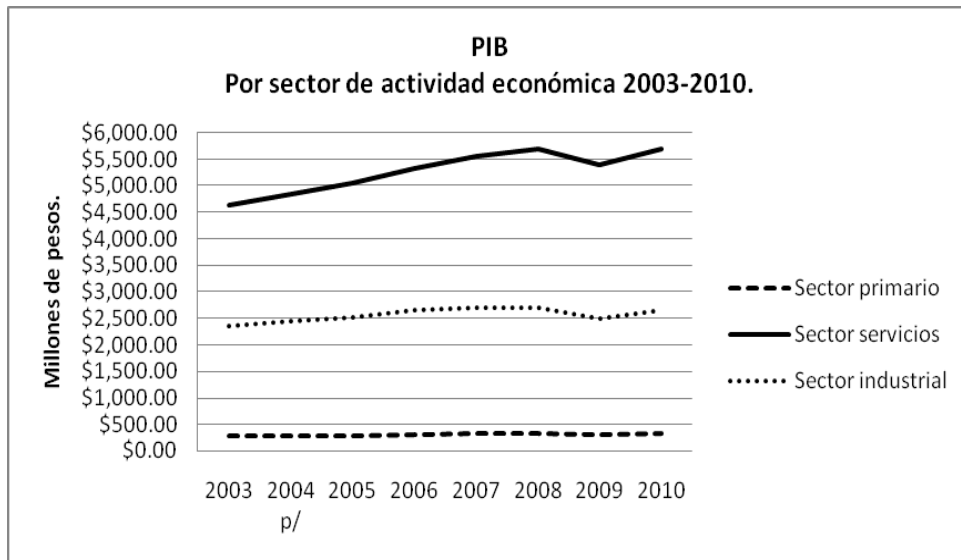
Si tenemos en cuenta que de acuerdo al estudio de Morales 2007, el IGAE empezó a crecer de manera sostenida desde 2002, hasta la fecha de publicación del

¹⁹ Ante el incremento de un pp en la tasa de crecimiento del IGAE, el AV aumento en 1.25pp hasta después de 12 meses.

documento (2007), *“No es de extrañar que ésta variable haya desempeñado un papel importante en la expansión de AV en instrumentos financieros en el periodo de análisis”* (Morales 2007 pp.15)

Teóricamente existe una estrecha relación entre la producción de bienes y servicios y el desarrollo del sector financiero, ya que la mayor producción real, el comercio y la transacción de mercancías entre compradores y vendedores, permiten una mayor movilización de dinero inyectando dinamismo al sector financiero, y entre más eficiente es el mercado financiero, menores son los costos de intermediación, por tanto, el precio de los recursos necesarios para la realización de proyectos de inversión en el sector real será más bajo. Sin embargo, actualmente los datos muestran que el sector servicios -dentro del cual se encuentran los servicios financieros- ha crecido de manera exponencial con relación a la producción real (ver gráfica 10), este hecho encuentra una explicación, entre otras, en los altos niveles de apalancamiento, que permiten la inversión en mercados más líquidos, por ejemplo, el de capitales al hacer uso solo de una parte proporcional de la inversión para obtener el mismo beneficio e inclusive un beneficio superior al de la inversión real, en otras palabras, en el largo plazo y bajo ciertas circunstancias, con una cantidad dada de capital se pueden obtener mayores beneficios de una inversión financiera que de una inversión productiva (en el sector real).

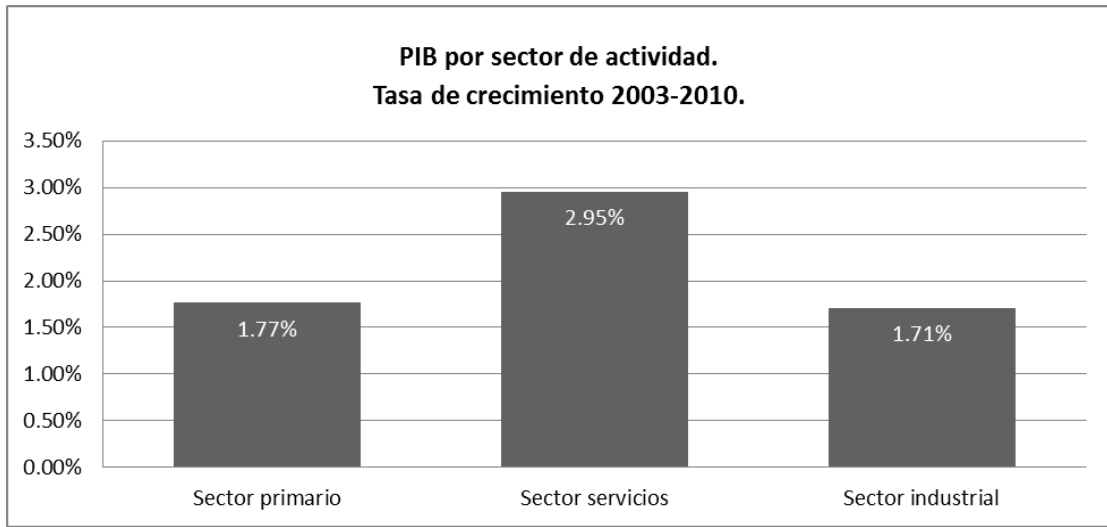
Gráfica 10



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI, 2011.

La gráfica 11 nos muestra el ritmo de crecimiento de cada uno de los sectores económicos, se observa que el crecimiento del producto aportado por el sector servicios es superior al de los sectores primario e industrial ya que éste creció a un ritmo cercano a 3% anual, contra 1.77 y 1.71 respectivamente. Observando ese hecho, podemos tener una idea de cómo el flujo de dinero se está yendo hacia el tercer sector, que es uno de los sectores que a pesar de su importancia, posiblemente no está generando los encadenamientos hacia atrás ni hacia adelante necesarios por vía del financiamiento para la generación de proyectos productivos de largo plazo, inversión extranjera directa, generación de empleos fijos, incremento de la productividad laboral, etc. En pocas palabras, la producción se está concentrando en el sector servicios.

Gráfica 11

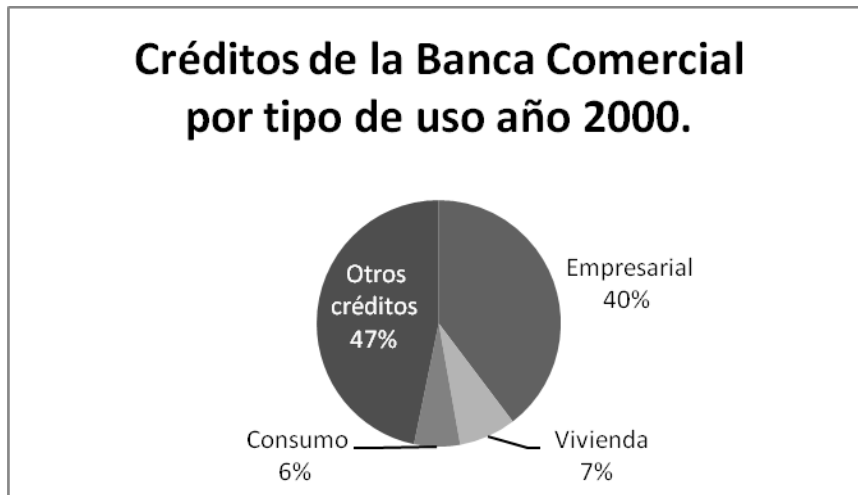


Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México, 2010.

En la década de los ochenta, las políticas de crecimiento de las empresas estaban orientadas hacia una mayor dependencia del financiamiento por deuda, en contraposición al financiamiento accionario. Posteriormente las firmas desplazaron su estrategia de financiamiento desde la deuda hacia la emisión de acciones, lo que en alguna medida, respondió a un cambio en la filosofía empresarial y a la conciencia de los riesgos financieros que pueden enfrentar compañías altamente endeudadas, así como a las dificultades a las que se vieron enfrentadas a finales de los ochenta (por la crisis financiera) en la obtención de financiamiento de largo plazo en el mercado financiero (Vindas y Jiménez, 1996).

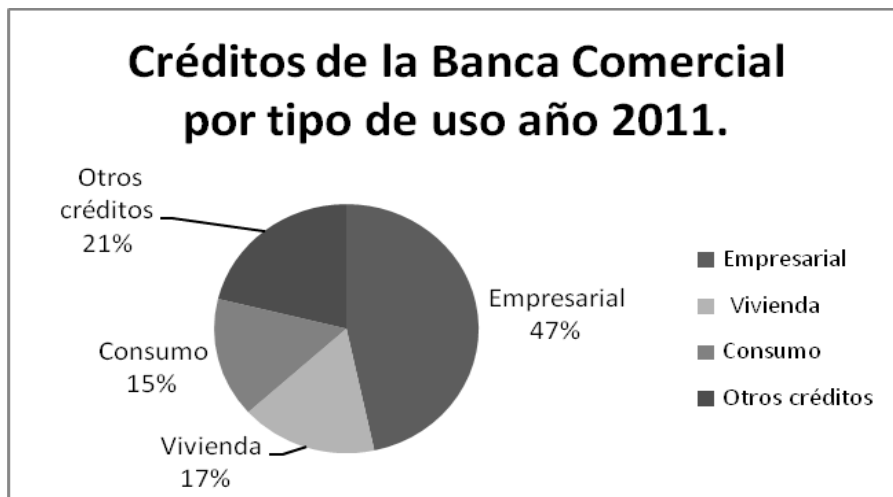
La gráfica 12 muestra cómo se han distribuido los niveles de deuda de la Banca Comercial entre pública y privada durante los últimos 10 años. Dentro del rubro Otros créditos encontramos la parte correspondiente al sector público.

Gráfica 12



Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México, 2011.

Gráfica 13.

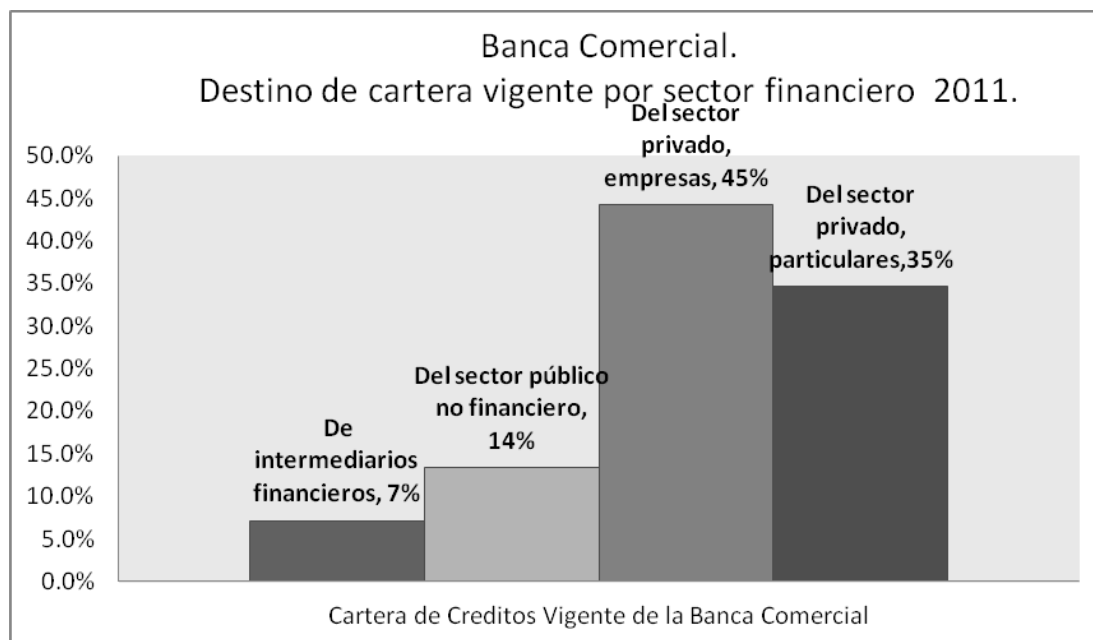


Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México, 2011.

Los datos de las gráficas 12 y 13 nos muestran que entre los años 2000 y 2011 el sector consumo y vivienda incrementaron su participación en el total de créditos de la Banca Comercial en 9% y 10% respectivamente, el sector empresarial aumentó su participación en el total de la cartera solamente 7%, mientras que el sector otros créditos (dentro del cual está el sector público) perdió 26%. Como se puede ver en la gráfica 14, el volumen de crédito otorgado a las empresas es el que más volumen de crédito atrae con alrededor de 45% del total, seguido de los créditos particulares con 35%, éste último presentó una tasa de crecimiento anual de 20.9% desde 2000

a 2011; el mejor año de crecimiento para la cartera de crédito de la Banca Comercial fue 2007 con un incremento de 24.4%.

Gráfica 14



Fuente: Elaboración propia con datos del Boletín Estadístico de la CNBV 2011.

Durante los últimos años, los recursos de la Banca Comercial han sido dirigidos al sector privado principalmente como cartera vigente y al sector público como operaciones con valores en su gran mayoría, la tendencia se ha mantenido gracias a las facilidades que presenta el mercado para los tenedores de recursos que cuenten con la capacidad de ahorrar después de satisfacer sus necesidades de consumo, las innovaciones financieras en materia de productos de ahorro, son alcanzables a gran escala solamente para entidades (públicas y privadas) con grandes montos de capital, y para el público en general solo mediante sociedades de inversión pues ahí pueden intervenir con montos más pequeños y obtener algún beneficio siempre que estén dispuestos a sacrificar parte de su ingreso presente para el futuro.

CONCLUSIONES

A lo largo de éste segundo capítulo se revisaron los cambios relacionados a los principales participantes del sistema financiero mexicano hasta el año 2010, los hechos nos llevan a plantear que uno de los conceptos de mayor impacto a lo largo de la década pasada fue la innovación financiera, ya sea por el modo en que los participantes se enfrentan a los mercados, las herramientas tecnológicas que utilizan para posicionarse en el mercado y tomar mejores decisiones, los avances en investigación y desarrollo matemático o por las instituciones que se forman como parte del sector público o privado, las innovaciones financieras definieron gran parte del comportamiento de éste sector en México y lo han impulsado hacia otros sectores de la economía, esto ha propiciado cambios sustanciales en la manera en que las empresas, instituciones e individuos interactúan entre sí en busca del mejor uso de los recursos monetarios; Además, al ser México un participante activo dentro de la economía global, el impulso de reformas normativas y organizativas en el sector financiero posibilitaron su inclusión y dinamismo en de los mercados internacionales, además de fomentar la participación en transacciones comerciales competitivas con el mundo, aunque probablemente no en todas salió beneficiado.

El crecimiento y penetración del sistema financiero está limitado debido a las condiciones sociales de la población, por ejemplo en México, donde 50% de las personas viven en el umbral de la pobreza y la causalidad ingreso-ahorro se ve limitada debido a que - de acuerdo a las evidencias encontradas en el trabajo de Morales 2007- el incremento en el ingreso de las personas genera un aumento en la proporción destinada al ahorro y es el ahorro a su vez, uno de los principales componentes de la captación bancaria; A pesar de ello, el efecto que el crecimiento del sector financiero genera sea o no causa del incremento en el ahorro de las familias, no es restrictivo a ningún sector económico, pues los beneficios de su desarrollo y optimización son aprovechados directa o indirectamente por la mayoría de los participantes del mercado. Lo anterior se puede confirmar si se toma en consideración el trabajo de Morales 2007, que en conclusión, encontró para México un efecto –aunque pequeño- positivo entre el crecimiento del PIB y el ahorro voluntario y un efecto negativo entre las tasas de desempleo y el crecimiento del ahorro voluntario.

El sector primario y secundario de la economía en México presentan un dinamismo bastante por debajo de lo que ha presentado el sector de los servicios y en específico el financiero, una de las explicaciones de éste fenómeno es que la rentabilidad y la velocidad en la que ésta se presenta en el sector financiero –y

servicios en general- es mucho mayor a la que presentan tanto el sector primario como el secundario, esta situación debería ser uno de los principales focos de alerta tanto de las autoridades monetarias como del desarrollo económico, pues en tal circunstancia el apalancamiento del crecimiento económico está sustentado en el tercer sector que es el que mayor volatilidad y riesgo tiene (esto explica su mayor rentabilidad), lo anterior debilita la estructura de crecimiento del país y no permite la generación de encadenamientos hacia otros sectores productivos que deberían ser impulsados por el primer y segundo sector, esos encadenamientos no se logran dentro de la economía mexicana gracias al magro flujo de recursos hacia sectores productivos dentro del país.

La distribución de los recursos del sistema financiero en general, está orientada a dos grandes rubros, la cartera de crédito vigente (consumo) y las inversiones en valores gubernamentales, éste último destino de capitales presenta un mayor dinamismo debido a la seguridad y rentabilidad que las inversiones en papel gubernamental tienen aunado al creciente uso de las inversiones en instrumentos financieros de futuros o derivados como fuente de financiamiento. Este hecho sin embargo, provoca que por un lado, el crédito se vea segmentado, deslindado de procesos productivos y orientado solamente al consumo y por otro, que las instituciones financieras de mayor peso obtengan ganancias monopólicas derivadas de la intermediación del financiamiento gubernamental, gran parte de éstas ganancias son destinadas a las casas matrices de los bancos que, como ya se mencionó pertenecen en su mayoría a extranjeros.

CAPITULO III

INNOVACIÓN FINANCIERA EN EL SISTEMA BANCARIO MEXICANO

En el tercer capítulo se busca profundizar en la definición de Innovación Financiera para posteriormente analizar las características de los instrumentos financieros que entran en ésta clasificación, también se revisarán las instituciones y acontecimientos recientes que posibilitaron el surgimiento y expansión de las innovaciones más utilizadas en los mercados actuales. A partir del trabajo de Amador y García, 2008, se realiza una réplica y actualización al cálculo del coeficiente de profundización financiera, el cual, muestra la relación que existe entre el incremento del ingreso y la intensificación de los procesos financieros.

Además se dará una explicación de cómo la Bancarización impacta en el desarrollo de los mercados y por ende en las economías locales, y se analizan los niveles de captación bancaria durante los últimos diez años y su distribución dentro de la Banca comercial.

Para finalizar, considerando que en la actualidad los productos derivados son el elemento más importante a nivel mundial en cuanto a tendencias de los mercados financieros, se decidió incluir un análisis completo del mercado de productos derivados y las características funcionales que los distinguen dentro de los mercados financieros, se mencionarán los principales participantes diferentes tipos de contratos disponibles en el mercado mexicano, se resaltarán la importancia que en los últimos años han presentado en las bolsas de valores del mundo. Se hará énfasis en que además de ser en sí un motor de innovaciones financieras, el mercado de derivados, tiene más protagonismo durante las últimas décadas, tanto en los sucesos de crisis e incertidumbre financiera a nivel global, debido al alto impacto que tiene en distintos mercados y la relación que éstos guardan con las economías nacionales. Por último se revisan las funciones del Mercado Organizado de Derivados en México (MexDer), las instituciones que lo integran, su desarrollo a lo largo del tiempo y los instrumentos que participan activamente en él.

INNOVACIÓN FINANCIERA

El manual de la Economía Financiera define a la innovación financiera como la creación y posterior propagación de nuevos instrumentos financieros, nuevas tecnologías financieras, nuevas instituciones y nuevos mercados. La innovación financiera tiene la capacidad de incrementar las fuentes de fondeo de los agentes económicos y mejorar la distribución de sus riesgos; En el caso de los instrumentos

financieros, tanto las instituciones financieras como las no financieras los utilizan para dispersar riesgos, aumentar ganancias o para enfrentar de manera estratégica al mercado ante los cambios en el comportamiento y volatilidad de los subyacentes, (Tufano y Serbin, 2003).

Otra clasificación de las innovaciones financieras se realizó con base en el criterio de tres agentes básicos: el Consejo Económico de Canadá (CEC), Bank of International Settlements (BIS)-Basilea y el Profesor Stephen Ross²⁰. A continuación se expone brevemente en que consiste cada una de ellas:

El CEC identifica tres categorías de innovaciones financieras, a saber i) instrumentos que amplían el mercado (mayor liquidez), ii) instrumentos que manejan riesgos (reasignación), iii) instrumentos para el arbitraje. Creados por diferencias en riesgo, información, tributación y regulación y se generan brechas en costos y retornos.

El BIS-Basilea clasifica las innovaciones financieras de acuerdo con las funciones: i) para transferir riesgo de precios, ii) para transferir riesgo de crédito, iii) para generar liquidez, iv) para generar crédito (instituciones), y v) para generar capital (equity).

El profesor Stephen Ross establece dos clases de innovaciones financieras: i) aquellas que tienen que ver con la presencia de nuevos productos financieros en el mercado y ii) las relacionadas con la aparición de estrategias de comercialización más dinámicas de los diferentes activos financieros. (Vindas y Jimenez, 1996)

Aunque pueden ser muchas las razones que han motivado el surgimiento de las innovaciones financieras, existe consenso en que el auge que han experimentado los procesos de innovación han sido resultado de la conjugación de varios elementos, entre los principales, Vindas y Jimenez (1996) realizan la siguiente lista de los motivos para el surgimiento y desarrollo de innovaciones financieras:

1) La mayor volatilidad en las tasas de interés, en los precios de las acciones y los tipos de cambio, así como de los procesos inflacionarios, han provocado que la aparición de nuevas y más eficientes vías de distribución del riesgo se vuelvan indispensables en los mercados financieros.

2) La existencia de regulaciones y leyes impositivas han alentado el

²⁰ Stephen Alan Ross, es profesor de Economía Financiera en la Sloan School of Management del MIT. Es reconocido por el desarrollo de teorías y modelos en Finanzas y Economía.

surgimiento de mecanismos de evasión, como el desarrollo de productos financieros y estrategias comerciales para evadir esas restricciones.

3) El gran crecimiento del comercio internacional ligado a los procesos de liberalización comercial han requerido de un intercambio creciente de servicios financieros y préstamos internacionales. Por medio de los avances tecnológicos continuos, la reducción en las barreras al comercio y a la movilidad del capital, la oferta de fondos en un país puede transferirse fácilmente a otros países; como resultado, ha aumentado la necesidad de contar con productos financieros y estrategias de comercialización más sofisticados.

4) La desregulación de los mercados de capital domésticos respecto a las transacciones financieras internacionales, que ha facilitado la circulación creciente del capital entre los países, lo que ha estimulado la necesaria aparición de instrumentos canalizadores de esa oferta de recursos hacia la inversión.

5) El crecimiento de la competencia entre intermediarios financieros, ha promovido también el desarrollo de nuevos activos y servicios financieros en el mercado local, como son los cajeros automáticos, las tarjetas de crédito, transferencias electrónicas de fondos, así como la aparición de activos financieros a plazos menores que reditúan algún interés (overnight).

6) El avance tecnológico en sistemas de computación y telecomunicaciones han hecho posible la realización de transacciones de valores entre diferentes mercados financieros alrededor del mundo las 24 horas del día. Además, muchos de los productos financieros requieren el uso de computadoras para crearlos y darles seguimiento continuamente. En este sentido, sin los avances técnicos y en comunicaciones algunas innovaciones financieras no se hubieran desarrollado.

7) Finalmente, ha influido la mayor capacitación profesional de los participantes del mercado, con lo cual se han creado algunos productos complejos y estrategias comerciales. (Vindas y Jimenez, 1996)

Los principales instrumentos referentes a la innovación financiera aparecieron tardíamente en los mercados de países en desarrollo. En México el MexDer (mercado de derivados) surgió formalmente hasta 1997, aunque de manera informal

- mercados no organizados- se registran operaciones desde la década de 1980, los también llamados Over The Counter (OTC) son contratos bilaterales de instrumentos financieros, en el que las dos partes establecen las condiciones que se habrán de seguir en cuanto a las modalidades de liquidación del instrumento y quedan fuera de la forma tradicional de mercado organizado (Tufano y Serbin, 2003).

En México un antecedente importante que dio pie al posterior desarrollo del mercado financiero, y con él a las innovaciones, se puede encontrar en el año de 1994 cuando entró en vigor el TLCAN con el que se modificó por completo el esquema de propiedad en el país que – entre otras reformas - permite a los extranjeros invertir en la mayoría de los sectores productivos, excepto energético (Ver capítulo II: Estructura de la Banca Comercial, Nacionalización Bancaria:33), además de lograr que el capital externo amplíe su participación en el sector financiero hasta un 30 por ciento , en consecuencia para finales de 1998 existían más bancos extranjeros que nacionales, siendo los adquirientes más dinámicos dos bancos españoles: Bilbao Vizcaya Argentaria y Santander Central Hispano, (Soto, 2009).

Otro suceso importante ocurrió en 1994 cuando el Banco Central mexicano obtuvo su autonomía (Ver capítulo II: Estructura de la Banca Comercial, Nacionalización Bancaria: 34), con la cual se determinó constitucionalmente que su única misión sería la estabilidad financiera del país, es decir la estabilidad de precios; Más tarde, en 1997, se realizó la privatización del régimen de pensiones por reparto, a este hecho diferentes autores lo califican como el surgimiento de los inversionistas institucionales, (Ghilarducci y Ledesma, 2000).

Como resultado del TLCAN se desarrollaron las instituciones financieras de objeto limitado (Sofoles) más tarde, en 2001, se formó la SHF (Sociedad Hipotecaria Federal), un banco de desarrollo de segundo piso que opera directamente con intermediarios financieros, al otorgar financiamiento directo y fomentar el mercado de crédito primario y secundario de vivienda. Para el año 2006 se crearon las Sofomes, (Sociedades financieras de objeto múltiple), con la finalidad de generar la competencia con los Bancos Universales, (Levy, 2010).

La globalización financiera promovió el desarrollo del mercado de capitales, que es un espacio privilegiado de la intermediación financiera para el financiamiento de la producción.

Todos estos acontecimientos pueden y deben ser considerados como ejemplos de innovaciones financieras ya que, dada la descripción citada, la creación y modernización de instituciones promueve el desarrollo y crecimiento del mercado

financiero además de aportar a la no centralización del sector, permitiendo un funcionamiento más eficiente y generando un ambiente de confianza en instituciones sólidas que respaldan a los participantes del mercado.

En la literatura referente a las innovaciones financieras y al impacto que éstas generan en las economías, existen dos posiciones, por una lado los que defienden la idea de que las innovaciones financieras, tales como el desarrollo de nuevos mercados financieros, instrumentos, etc. traen consigo beneficios como crecimiento económico, estructuras financieras flexibles, creación y ampliación de otros mercados, incremento de las posibilidades de consumo y un impacto positivo en el bienestar, (Merton, 1992). Por otro lado se encuentran los que hablan de los elevados costos que tiene el desarrollo de los mismos, y argumentan que estos costos no se ven compensados por los beneficios, ya que son fuente de elevados niveles de volatilidad en los mercados, mayor complejidad en los procesos financieros, falta de certidumbre legal, pérdida de confianza, mayor complejidad operacional, etc. (Tufano, 2002). Se puede añadir una postura más, en la que se argumenta que la innovación financiera podría tener efectos positivos en el crecimiento económico siempre que se cumpla con dos condiciones; la primera se refiere a que exista una regulación adecuada para evitar malos manejos de los activos crediticios, y la segunda a que los costos de las innovaciones financieras sean superados por los beneficios de las mismas, (Ruiz y Rubli, 2009). Los autores de ésta última postura, presentan evidencia empírica que muestra que el efecto de la innovación financiera sobre los niveles de inversión de los tres grupos de países que utilizaron para su muestra (Industrializados, Asia, y América latina), es positivo; Así mismo se observa que en los mismos países se presenta una relación inversa entre la innovación financiera y el costo del dinero, es decir, la tasa de interés. También muestra evidencia de cómo los ciclos de inversión a partir del año 2000 están cada vez más relacionados con los ciclos de innovación financiera en la economía global.

El desarrollo de innovaciones financieras ha contribuido a suavizar los patrones de consumo e inversión a lo largo del tiempo y entre diferentes regiones, además de facilitar el manejo de riesgos financieros por parte de empresas e individuos. Sin embargo, el laxo manejo de riesgos colaterales y no supervisados ha generado la quiebra de instituciones financieras, no financieras y países, gracias a los inmanejables niveles de deuda presentes en casi todos los sectores de mercados tanto financieros como no financieros, por ejemplo los mercados inmobiliario, de commodities, agencias calificadoras entre otros.

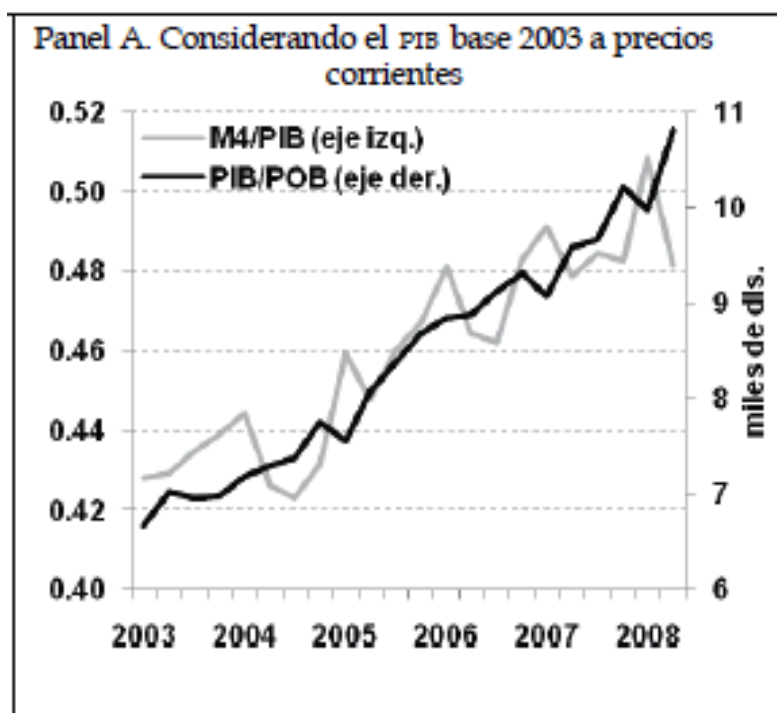
PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

La profundización financiera, representa la proporción que guarda el agregado monetario M4 en la economía de un país con respecto a su producción total, es decir, mide el tamaño de los activos financieros con respecto al tamaño de la economía nacional (Amador y García, 2008).

Un ejercicio comparativo a cerca de la situación en que se encuentra la profundización financiera en una economía es comparar el coeficiente M4/PIB y el coeficiente PIB/POB. Los resultados obtenidos por Amador y García en 2008 muestran que, como se observa en las siguientes gráficas, el grado de profundización financiera se corresponde con el crecimiento del PIB per cápita, esto indicaría que hay una correlación positiva entre el incremento del ingreso y la intensificación de los procesos financieros.

Gráfica 1

México: Coeficiente de Profundización Financiera (M4/PIB) y Producto Interno Bruto per cápita (PIB/POB) 1997-2008.



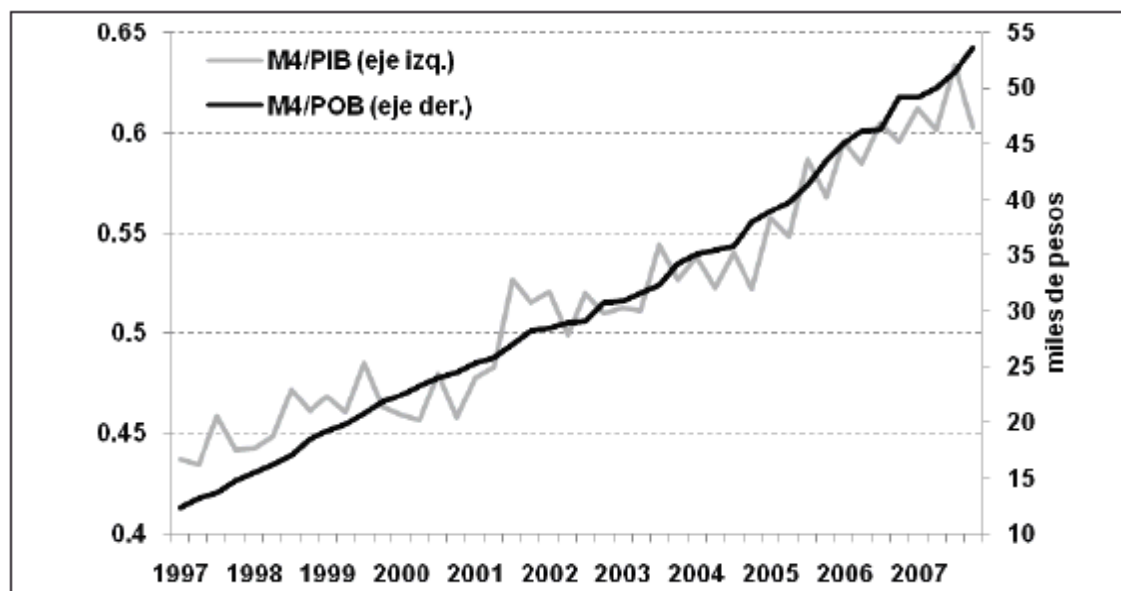
Fuente: Amador y García en México profundización financiera e ingreso per cápita en los últimos años. Revista Economía Informa Núm. 354 nov-dic 2008.

Los valores anuales de población se estimaron utilizando sus tasas de crecimiento anual promedio.

Al comparar al coeficiente de profundización con el crecimiento de la población los autores observaron resultados similares.

Gráfica 2

México: Coeficiente de profundización financiera (M4/PIB) y agregado monetario per cápita 1997-2007

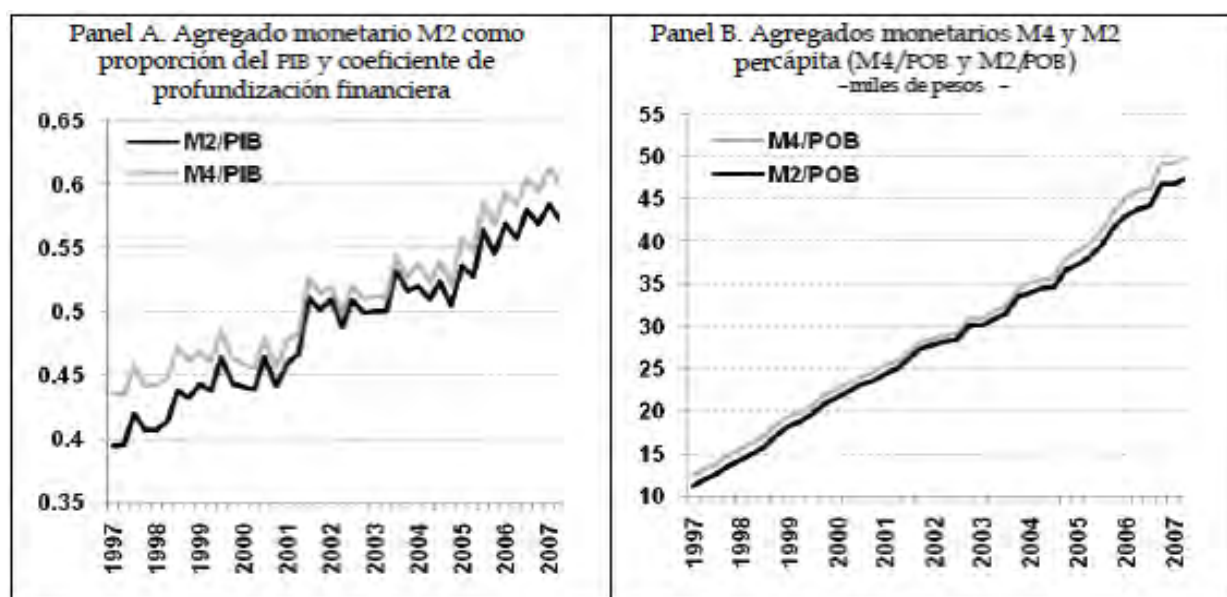


Fuente: Amador y García en México profundización financiera e ingreso per cápita en los últimos años. Revista Economía Informa Núm. 354 nov-dic 2008.

Al tener en cuenta que el agregado M4 no representa de manera fiable el nivel de acceso que tiene la población a los servicios financieros, los autores hicieron el comparativo con el agregado M2 (M1 + Instrumentos bancarios y no bancarios en poder de los residentes del país. Ver 1.4 Ahorro en México: 27) que se aproxima más a los niveles reales de acceso a servicios financieros, en éste caso los resultados fueron muy similares.

Gráfica 3

México: Modalidades de medición de la riqueza, 1997-2007.



Fuente: Amador y García en México profundización financiera e ingreso per cápita en los últimos años. Revista Economía Informa Núm. 354 nov-dic 2008.

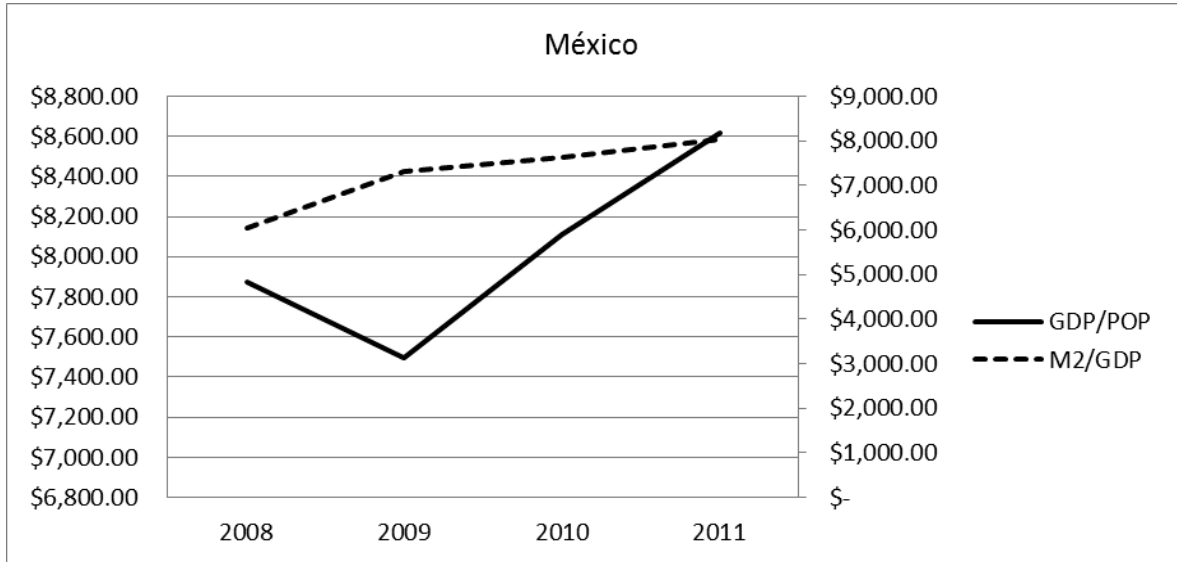
En éste trabajo se replicaron los cálculos realizados por Amador y García actualizando los años de estudio para México de 2008 a 2011, además se incorporó el estudio de tres países (España, Estados Unidos y Brasil) con la intención de tener un punto de comparación entre economías representativas para México, tanto por su relación comercial, social y política. Para la realización de los cálculos se tomó información de las bases datos del FMI 2011²¹.

A continuación se muestran los resultados obtenidos de acuerdo a la información de cada país:

²¹ La información utilizada en todos los casos se tomó de una sola Base de Datos y los cálculos se realizaron de manera idéntica entre sí. Las variables utilizadas fueron: Producto Interno Bruto (nominal), Aproximación al agregado M2 y Población; Los cálculos realizados fueron: M2/GDP y GDP/POP; Cabe mencionar que las cifras son en moneda local ya que la información disponible permite ése tratamiento.

Gráfica 4

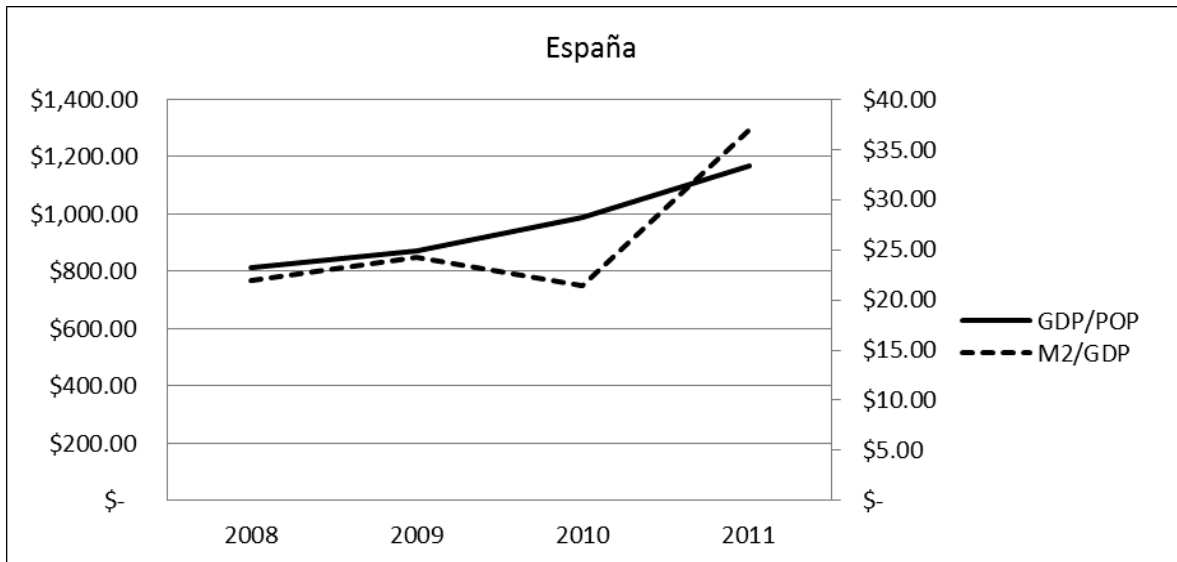
México: Coeficiente de profundización financiera (M2/PIB) y PIB per cápita (PIB/POB) 2008-2011.



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, 2011

Gráfica 5

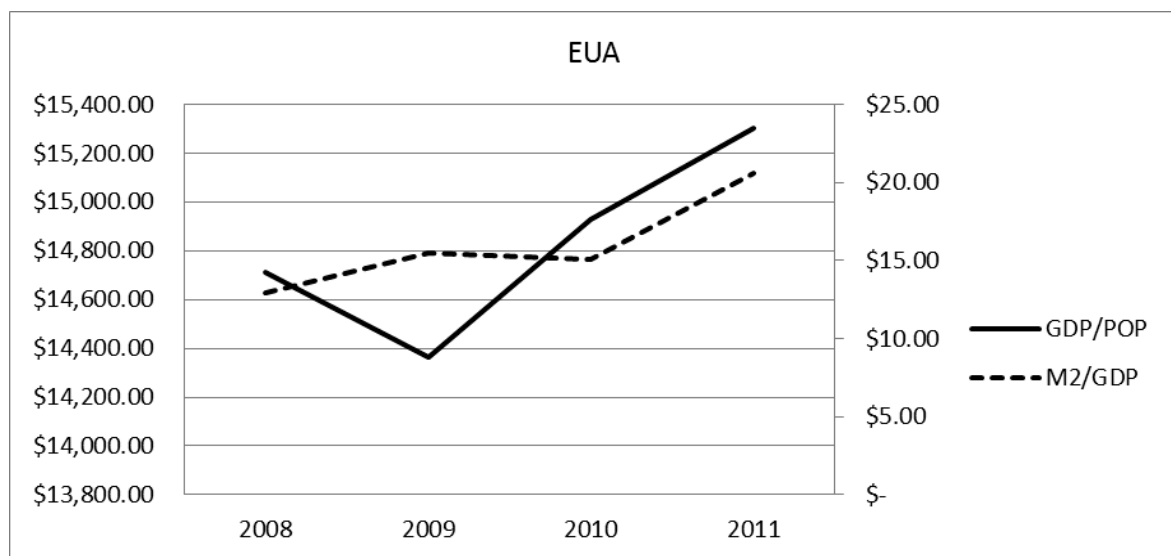
España: Coeficiente de profundización financiera (M2/GDP) y PIB per cápita (PIB/POB) 2008-2011



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, 2011

Gráfica 6

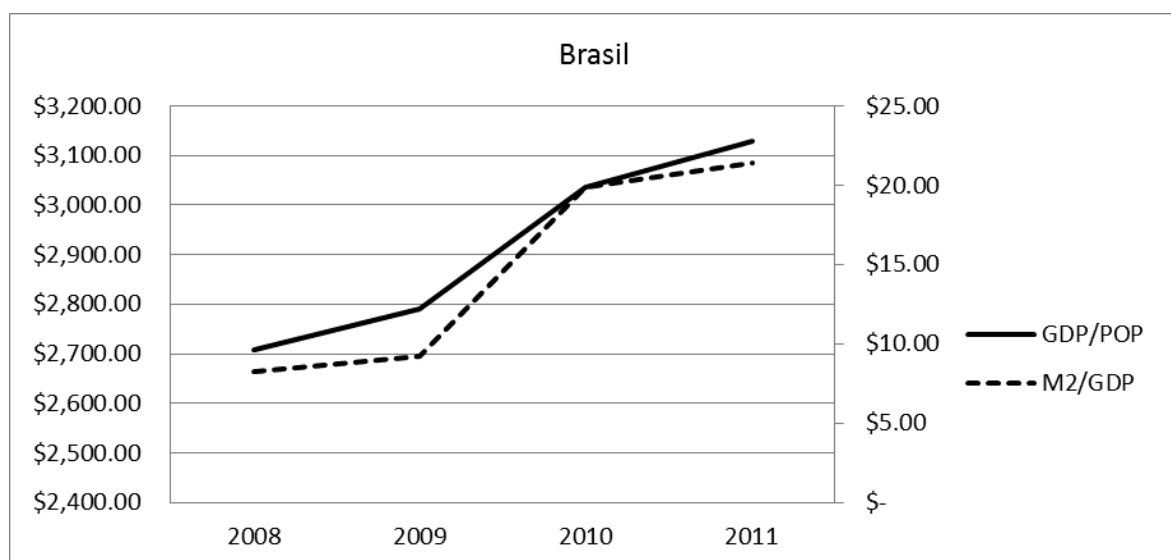
Estados Unidos de América: Coeficiente de profundización financiera (M2/GDP) y PIB per cápita (PIB/POB) 2008-2011



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, 2011

Gráfica 7

Brasil: Coeficiente de profundización financiera (M2/GDP) y PIB per cápita (PIB/POB) 2008-2011



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, 2011

Las gráficas anteriores muestran que a pesar de las diferencias notables de las economías estudiadas, la relación entre el producto per cápita y el coeficiente de profundización financiera mantiene una tendencia positiva, lo que refuerza la conclusión de Amador y García acerca de que existe una correlación directa entre el crecimiento del PIB per cápita y el grado de profundización financiera aproximado por el agregado monetario M2. Un ejercicio que escapa del alcance de éste trabajo, pero se propone para futuras investigaciones, es analizar detalladamente cual es la proporción y el impacto de esta variable en el crecimiento del PIB con respecto a otras variables e indicadores en los que también se han encontrado una relación positiva.

Analizando las gráficas, se observa que para México, específicamente en el periodo de estudio, la relación cambió en dos momentos y parece presentar un comportamiento de “espejo”, y aunque el periodo estudiado no permite sacar por completo esta conclusión, destaca el acelerado crecimiento del PIB per cápita después de 2009.

En el caso de España se puede diferenciar un año donde la brecha entre el comportamiento de ambas variables se amplía. Es interesante observar que la variable que sufrió una disminución en su crecimiento fue el coeficiente de Profundización y no el PIB per cápita, situación que es más congruente con las características de una desaceleración económica, esto puede ser señal de que en aquel país el sector financiero se mueve con cierta independencia del sector real, sin embargo, el comportamiento histórico de las dos variables indica que la tendencia se mantiene, el cambio repentino en las variables puede ser causa y efecto de las complicaciones financieras por las que -desde entonces- atraviesa la economía española. Hoy podemos darnos cuenta de que el sector financiero no está desligado del sector real, no por lo menos del mercado de trabajo.

Para Estados Unidos se puede ver que 2009 fue un año difícil en cuanto a economía real, que se refleja con una caída del PIB per cápita en ese año, sin embargo, la relativa estabilidad en el indicador de profundización financiera nos dice dos cosas: que puede ser un indicio de la madurez y fortaleza de su sistema Financiero, o demostrar que el poder del financiamiento estatal es, y seguirá siendo, una especie de colchón sobre el que descansan los malos manejos y las políticas irresponsables de conducción de riesgos financieros.

Por último se presenta a Brasil, economía que históricamente se ha comparado con México tanto por sus características demográficas, dimensiones económicas y

principalmente una disputa por el liderazgo económico en la región latinoamericana. Se puede observar que en los años que se presentan, Brasil ha desempeñado un mejor papel en el terreno financiero y ha mantenido un crecimiento sostenido en las dos variables que se muestran, de hecho se puede decir que en esos años el incremento del ingreso de los brasileños trajo como consecuencia el incremento del ahorro (representado por la aproximación al M2), no obstante, queda pendiente analizar de qué manera ese ahorro fue desencadenando los procesos y relaciones de causalidad que se describieron en el capítulo I.

BANCARIZACIÓN

La bancarización es una relación de largo plazo entre una persona o empresa con una institución financiera. Esta relación empieza con una cuenta bancaria. La bancarización aumenta el número de usuarios de la banca y su objetivo es que todos los agentes económicos se conviertan en clientes de los servicios bancarios. (AMB, 2005).

La bancarización tiene diferentes beneficios reflejados de diferente manera de acuerdo al papel que juegue el agente económico, por ejemplo, para las familias es un aliciente para el incremento del ahorro, por lo tanto posibilita el acceso al crédito, incrementa la cultura bancaria, da mayor control de las finanzas personales, disminuye el costo de las transacciones, etc. En el caso de las empresas, la bancarización incrementa la eficiencia y seguridad de las transacciones con clientes, proveedores y empleados, incrementa los fondos disponibles para inversión, etc. Para la banca es benéfico ya que le provee información de sus clientes que mejora el entendimiento de los riesgos y oportunidades de crédito, fomenta la innovación de productos y servicios, expande las oportunidades de negocio, etc. En general para la economía aporta el desarrollo del sector productivo y la generación de empleo, mediante el fomento al ahorro y el acceso al crédito, además de facilitar la incorporación de la economía informal a la formal, etc. (AMB, 2005).

Durante los últimos 10 años (2000-2010) en México el comportamiento de la captación bancaria ha presentado diferentes cambios en la forma en que se distribuye y organiza, éstas características se pueden observar en el cuadro 10.

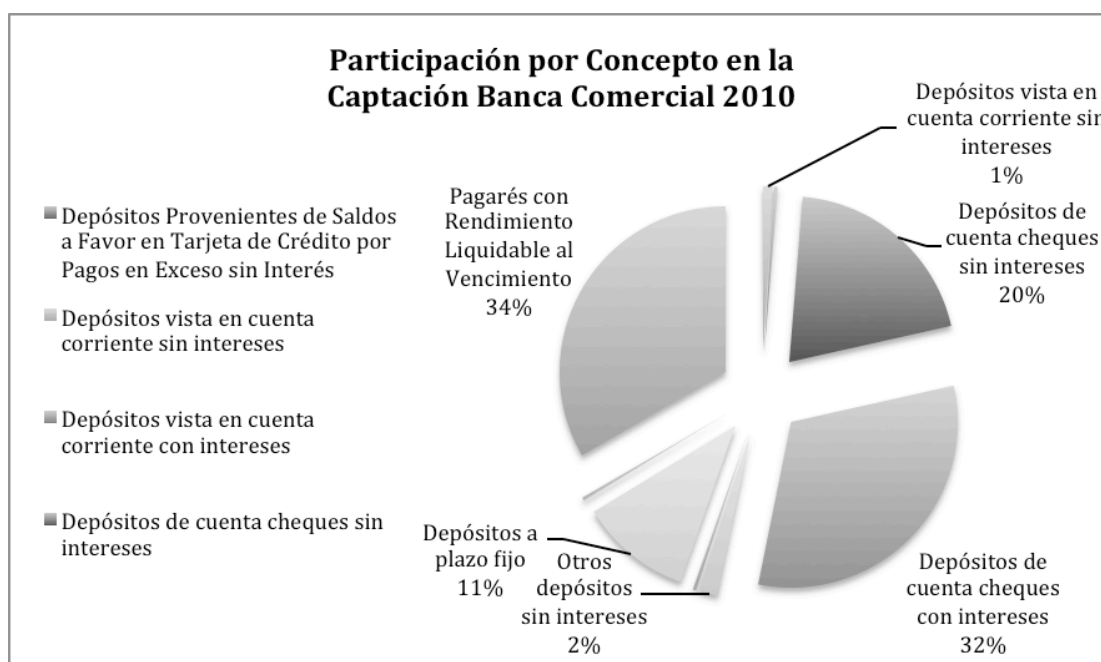
Cuadro 1

CAPTACIÓN BANCA COMERCIAL 2000-2010			
Año 2000		Año 2010	
Concepto (Definición vigente a sep_2008)	Monto miles de pesos	Concepto (Nueva definición)	Monto miles de pesos
Aceptaciones Bancarias	\$ 8,970,012,473.00	Depósitos Provenientes de Saldos a Favor en Tarjeta de Crédito por Pagos en Exceso sin Interés	\$ 407,086,654.00
Depósitos a la vista	\$ 49,465,537,019.00	Depósitos vista en cuenta corriente sin intereses	\$ 19,270,906,964.00
Depósitos a la vista en CCI	\$ 66,188,786,140.00	Depósitos vista en cuenta corriente con intereses	\$ 7,528,142,654.00
Cheques	\$ 270,511,910,496.00	Depósitos de cuenta cheques sin intereses	\$ 426,201,465,970.00
Ahorro	\$ 1,438,018,756.00	Depósitos de cuenta cheques con intereses	\$ 668,465,137,675.00
Bonos bancarios	\$ 13,646,900,000.00	Otros depósitos sin intereses	\$ 39,416,292,767.00
Depósitos a plazo fijo	\$ 70,860,984,429.00	Otros depósitos con intereses	\$ 7,073,558,089.00
Pagarés	\$ 465,596,120,238.00	Depósitos a plazo fijo	\$ 230,371,311,471.00
Depósitos retirables	\$ 2,141,738,294.00	Depósitos a Plazo Retirables en Días Preestablecidos	\$ 6,782,627,833.00
Depósitos a plazo	\$ 11,569,519,205.00	Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	\$ 704,009,396,081.00
--	\$ -	Depósitos a Plazo por Aceptaciones Bancarias en Circulación	\$ -
TOTAL 2000	\$ 960,389,527,050	TOTAL 2010	\$ 2,109,525,926,158

Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV, varios años.

En éste periodo hubo una reclasificación parcial de los rubros que componen la captación comercial en la banca mexicana y varios sectores se combinaron y otros cambiaron de nombre lo que no permite realizar una comparación puntual del comportamiento de cada uno de ellos, si se analizan los montos totales se puede ver que la tasa anual de crecimiento de la captación total bancaria fue solamente de 8.19% ésta cifra considera la captación de la Banca Comercial total entre los años 2000 y 2010 que fue de \$960,389,527,050 y \$ 2,109,525,926,158 respectivamente.

Gráfica 8



Fuente: Elaboración propia con datos de CNBV, varios años.

El incremento en los depósitos retirables aunque tiene un componente que captura el hecho de que más gente tiene acceso a la banca, también está inflado por la reasignación de conceptos que a su vez hace ver disminuido el sector “Aceptaciones Bancarias”, la distribución actual de la captación bancaria es confusa y los datos disponibles no permiten hacer un análisis profundo del comportamiento de éste indicador tan importante para la evaluación de la banca en general, pero se puede deducir que típicamente la gente “común” accede a una cuenta de ahorro y pocas veces utiliza los diferentes productos que la banca comercial oferta (ver gráfica 8).

De lo anterior se puede concluir que la captación bancaria es un terreno en el que aún quedan muchas brechas por cerrar ya que si tomamos en cuenta que menos de la tercera parte de la Población Económicamente Activa en México tiene acceso a los servicios bancarios, y éste reducido número de personas ha impulsado el crecimiento de la captación bancaria en 7.4%, sería interesante ver el impacto del crecimiento de la población con acceso a los servicios financieros y en qué medida serían un detonante del incremento en el ahorro nacional por vía de la captación bancaria.

MERCADOS FINANCIEROS

A lo largo del tiempo, los mercados financieros internacionales han cambiado tanto en magnitud como en estructura. En los últimos veinte años se puede observar un proceso de apertura financiero-comercial, menores restricciones a movimientos de

capital, mayor conexión entre mercados de valores en todo el mundo, así como un amplio desarrollo en el sector tecnológico, lo que posibilita la reducción de tiempo, costos e incrementa la eficiencia en los mercados de capital gracias al flujo constante de información.

Aunado a esto, las regulaciones a las que se somete a las instituciones financieras facilitan el surgimiento de otros intermediarios los cuales - en sectores específicos- ganan terreno a los bancos tradicionales o les obligan a diversificar sus productos, lo que complementa su función como fuente de recursos para la inversión pública o privada. Estos intermediarios, que no son propiamente bancos, atraen la captación hacia nuevos mercados, que favorece la penetración financiera y en general las posibilidades de inversión mejoran al tiempo que aumenta la competencia, porque incorporan nuevos servicios y productos con mayor rentabilidad al mercado, todo esto va modificando la manera de funcionar de los mercados, es decir, que los mercados se adaptan a las necesidades de los agentes, con o que surgen las innovaciones financieras (ver 3.1 Innovación Financiera)

Los mercados financieros actúan como mecanismo para determinar los precios o retornos de los activos financieros, entre sus funciones se encuentra la de proporcionar liquidez y reducir costos de transacción, entre otras.

Dentro de los mercados financieros interactúan distintos activos financieros (acciones, bonos, opciones, etc.), lo que significa que no hay una única tasa de interés, aunque sí existe un conjunto de retornos sobre diferentes activos. De manera similar hay muchos intermediarios financieros (bancos, fondos mutuos, compañías de seguros, entre otros). Entre las funciones de éstos intermediarios está el proceso de captar dinero de los agentes superavitarios (ahorro de familias y empresas) y pagar una tasa por ello (tasa pasiva), y por otro lado, colocar dinero entre los agentes deficitarios (inversión en mercados financieros, colocación de créditos), y cobrar otra tasa por ello (tasa activa), realizando éstas actividades, los intermediarios buscan maximizar su rentabilidad al menor riesgo posible.

A continuación se describirán algunos conceptos y características importantes para comprender el funcionamiento de los mercados financieros (Vindas y Jiménez, 1996).

Tipos de mercados financieros.

Mercado de deuda

Son foros, espacios físicos o virtuales, y el conjunto de reglas que permiten a inversionistas, emisores e intermediarios realizar operaciones de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores instrumentos de deuda. Los títulos de deuda se conocen también como instrumentos de renta fija ya que prometen al tenedor un flujo fijo y pagos que se determinan de acuerdo con fórmulas conocidas de antemano.

La compraventa de valores se puede llevar a cabo mediante mercados primarios, es decir cuando el valor transado es emitido por primera vez o mediante mercados secundarios lo que implica la comercialización de un título adquirido previamente y, mediante ofertas públicas y privadas.

Los títulos que se comercializan en este mercado pueden clasificarse por:

- Plazo: corto, mediano y largo.
- Emisor; público y privado.
- Clasificación de riesgo: con o sin grado de inversión.
- Tipo de tasa: fija, variable o indexada.
- Características legales: pagarés, certificados bursátiles, entre otros.

Mercado de capitales (accionario)

Espacios físicos o virtuales y conjunto de reglas que permiten a inversionistas, emisores e intermediarios realizar operaciones de emisión colocación, distribución e intermediación de títulos accionarios, éstos títulos representan parte del capital social de una empresa y la tenencia de las acciones otorga a sus compradores los derechos de un socio.

La compraventa de acciones se puede llevar a cabo a través de mercados primarios, o a través de mercados secundarios.

Los títulos que se comercializan en este mercado pueden clasificarse por:

- Emisor: empresas privadas o sociedades de inversión.
- Tipo: preferentes o comunes.

Mercado de derivados

A través de este mercado las partes involucradas celebran contratos con instrumentos cuyo valor depende o es contingente del valor de otros activos, denominados activos subyacentes. La función primordial del mercado de derivados consiste en proveer instrumentos financieros de cobertura o inversión que fomenten una adecuada administración de riesgos.

El mercado de derivados se divide en:

- Mercado bursátil: es aquel en el que las transacciones se realizan en una bolsa reconocida.
- Mercado extrabursátil: es aquel en el cual se pactan las operaciones directamente entre compradores y vendedores, sin que exista una contraparte central que disminuya el riesgo de crédito.

Mercado cambiario

Es el lugar en que concurren oferentes y demandantes de monedas de curso extranjero. El volumen de transacciones con monedas extranjeras determina los precios diarios de unas monedas en función de otras, o el tipo de cambio con respecto a la moneda nacional (Banco de México).

El papel de los Intermediarios Financieros.

Los principales involucrados en éste tipo de mercados son las instituciones financieras, éstas pueden ser netamente financieras, o como ya se comentó, pueden ofrecer servicios financieros sin que éste sea su principal giro. Las figuras más comunes dentro de las instituciones del ámbito financiero son: Broker, Underwriters, Merchant Banks, Portfolio Manager, Dealer, entre otras.

- El papel que juegan los intermediarios financieros dentro del mercado financiero básicamente consiste en la transformación de activos financieros por otros más preferibles, esta transformación involucra:
 - i) Proveer madurez a la intermediación
 - ii) Diversificar y reducir el riesgo
 - iii) Reducción de costos (de contratar y procesar información)
 - iv) Proveer mecanismos de pago, entre otros

El intermediario financiero emite derechos contra sí mismo, y con esos fondos compra activos financieros.

Costos de transacción y eficiencia del mercado.

- Costos.

Comisiones: honorarios pagados al “bróker”, por negociar los títulos.

Aranceles: Costos relacionados con el resguardo y cobranza de títulos, custodia, clearing (transferencia) y costos administrativos.

Costos de ejecución: Diferencia entre el precio del papel al ejecutar la orden y el precio en ausencia de operaciones:

- 1) Spread,
- 2) Tiempo y movimiento de precios.

Costos de oportunidad: Es el costo oculto de operar; el verdadero costo que incluye la ganancia que se hubiera tenido si todas las operaciones deseadas se hubieran ejecutado.

- Eficiencia.

Operativa: Los inversionistas pueden obtener servicios de transacción lo más barato posible dados los costos.

Determinación de precios: Que los precios reflejen toda la información disponible para la valuación de los títulos.

En los mercados financieros existen tres tipos de eficiencia en función del grado de información disponible:

- *Eficiencia débil*: Los inversores pueden ganar fácilmente al mercado (chartist, technical analysts).
- *Eficiencia semifuerte*: Es posible ganarle al mercado conociendo Información pública mejor que la comúnmente conocida, se hacen análisis fundamentales (fundamentalists).
- *Eficiencia fuerte*: Se le gana al mercado con información Pública y Privilegiada o secreta, (insiders-delictivos, “Money managers”).

Instrumentos o Activos Financieros

- Activos no Financieros o tangibles: El valor depende de propiedades físicas particulares (edificios, tierra, maquinaria).
- Activo intangible o financiero: Representan derechos legales sobre algún beneficio futuro. “Es el derecho contractual a recibir pagos en el futuro si se cumplen las condiciones establecidas en el contrato” Por ejemplo bonos del sector público, depósitos bancarios, acciones opciones y futuros.

En general los activos financieros surgieron y se han desarrollado principalmente, a consecuencia de la necesidad que tienen las empresas, los gobiernos y las familias de establecer nuevas modalidades para financiar su consumo y proyectos de inversión.

Por su naturaleza los activos financieros han cumplido durante muchos años dos funciones básicas:

En primer lugar transfieren fondos desde aquellos agentes económicos superavitarios, hacia los agentes deficitarios que requieren dichos recursos para invertir en el sector productivo de la economía, de esta manera se posibilita el vínculo, que ya se describió en el primer capítulo, es decir, el de la esfera monetaria con la esfera real de la economía.

La segunda función básica es la de realizar esa transferencia de fondos de tal forma que permita redistribuir el riesgo asociado con el flujo de caja, generado por los proyectos de inversión, entre quienes buscan y prestan los fondos; también reducen el riesgo tanto de las familias como de las empresas, al aminorar el riesgo de administración de cartera, por vía de la diversificación.

Títulos de Deuda y Títulos de Inversión

Cuando un agente considera que tiene un superávit monetario, y desea invertirlo, el mercado financiero le ofrece distintas opciones de inversión. Una de ellas es invertir su dinero en un activo que le otorgue la posibilidad de recibir una cantidad fija de dinero en un tiempo determinado previamente, por ejemplo en un bono o un depósito bancario.; Sin embargo, también puede optar por la posibilidad de recibir una cantidad variable de dinero por invertir en el capital social de una empresa o corporación (posesión de acciones), estos dos ejemplos muestran la diferencia básica entre activos fijos y activos de renta variable respectivamente.

- En un título de deuda, el emisor se compromete a cancelar o pagar a su tenedor una suma determinada de dinero en una fecha previamente establecida (fecha de vencimiento), cuando las empresas privadas emiten esta clase de títulos se llaman papel comercial.
- Un título de capital, es decir, una acción ordinaria, obliga al emisor del activo financiero a pagar a su poseedor una cantidad basada sobre las ganancias de la empresa, estos títulos representan un derecho de propiedad sobre la empresa, lo que otorga a su tenedor una serie de ventajas y obligaciones sobre la administración.

Los activos financieros tienen ciertos atributos que agregan o restan atractivos a las diferentes clases de inversores y a sus emisores. En principio, los activos financieros se clasificaban con base en tres atributos:

- Riesgo asociado
- Rendimiento ofrecido
- Liquidez del activo.

Sin embargo, el desarrollo reciente de los mercados y los activos financieros han obligado a buscar métodos de clasificación cada vez más sofisticados que den cabida a instrumentos más complejos y dinámicos, la mayoría de éstos solamente se negocian en bolsas de valores de gran magnitud, por ejemplo el Chicago Board of Exchange CBOE²², Europe's Global Financial Marketplace EUREX, etc.

A continuación se enlistan algunos de los productos de mayor dinamismo en los mercados Internacionales:

²²Fuente: Sitio electrónico <http://www.cboe.com/default.aspx>

- Mini-Ibex
- Eurostoxx
- Dax
- Opciones sobre futuros sobre bonos
- Index Options
- Equity Options
- Options on ETN's (Exchange Trades Notes)
- Credit Options
- LEAPS (Long-term Equity Anticipation Securities)
- Binary Options
- Weekly Options
- Flexible Exchange Options
- Index Options
- Futures

Estos instrumentos se compran y venden constantemente en el mercado y generan grandes movimientos de capital en todo el mundo, y aunque las casas de bolsa más importantes se encuentran fijas, cualquier inversionista podría adquirir o vender alguno de estos productos sin la necesidad de estar físicamente en ese lugar, gracias a que hoy en día el internet es una de las herramientas más utilizadas en las transacciones financieras, esto permite la rápida ejecución de los movimientos de capital y la búsqueda de diversificación de inversiones. El uso de internet y demás herramientas tecnológicas juega dos papeles de manera simultánea, si bien contribuye a la rápida comercialización de todo tipo de instrumentos financieros y aparentemente disminuye los costos de transacción, también vulnera y expone el funcionamiento de los mercados financieros, gracias a la falta de regulaciones y normas aplicables ante situaciones internas y externas al funcionamiento mismo del mercado; en no pocas ocasiones es la dinámica misma del mercado la que fomenta episodios de crisis y recesiones económicas que trascienden el mundo financiero e impactan en el terreno económico real.

MERCADO DE PRODUCTOS DERIVADOS

El desarrollo de la ingeniería financiera²³ ha estimulado el cambio en la funcionalidad de los intermediarios financieros, lo cual ha propiciado un incremento de la volatilidad en los mercados que se refleja, entre otras cosas, en altibajos en el resto de la economía. Como resultado de esto, la competencia por la ganancia financiera, aunada a una laxa regulación comercial, han establecido las condiciones para que los mercados financieros y particularmente el de derivados, se desarrollen de manera desproporcionada en comparación con otros negocios de la economía real.

²³ Se define como la utilización de instrumentos para reestructurar un perfil financiero existente y obtener otro con propiedades más deseables. Galitz, L, Ingeniería Financiera, 1994 .

Existen dos grandes mercados de productos derivados: los que se cotizan en mercados regulados, y los “Over The Counter” (OTC), que son mercados no regulados. En ambos se permite realizar inversiones sobre prácticamente cualquier mercancía mediante un contrato bilateral, en el que a grandes rasgos los participantes se obligan a comprar o vender el activo subyacente a un precio establecido y en un tiempo determinado, como se detallará más adelante.

El valor de un contrato derivado puede estar indexado a distintos activos subyacentes:

- Acciones e índices bursátiles
- Tipo de Interés
- Divisas
- Materias primas (Commodities)

El activo subyacente es la mercancía, ya sea física o financiera, de la cual deriva el valor del contrato, y es ahí donde, en algunos casos, se desvirtúa el valor de los contratos, ya que el mercado de Derivados ha desarrollado tal serie de instrumentos y mecanismos para su negociación, que el valor del subyacente puede no cambiar en el mercado real y, sin embargo, el valor del contrato indexado a él puede ser tan alto como se lo permita el mercado financiero, es precisamente la volatilidad en el precio del contrato y no del subyacente lo que ha provocado su incremento exponencial (Galitz, 1994).

En 2002 en el mercado de derivados fluían alrededor de 250 billones de dólares y para el año 2010 está estimación fue de más de 700 billones de dólares, en el mismo año el PIB mundial fue estimado en solamente 50 billones, así que el mercado de derivados fue doce veces más grande que el producto mundial, esto según cálculos del US Global Research y Bank for International Settlements.

El mercado de derivados es el mayor mercado en el mundo, y dentro de éste, el Over the Counter -mercado no regulado- es el de mayor proporción, mientras que los instrumentos que más se negocian son los swaps de tipos de interés, que representaban 51% del mercado OTC en 2007 (Becerril, 2011).

A continuación se muestran las participaciones de los distintos mercados dentro del mercado financiero global según información de Becerril 2011.

Gráfica 9

Mercado Financiero Global, Participación por instrumento (Billones de Dólares). 2010



Fuente: Becerril Parreño, Curso Mercados Financieros Derivados, Facultad de Economía UNAM 2010.

El uso de los instrumentos derivados ocupa una mayor proporción que el resto de los mercados, y sin duda forma parte importante de los beneficios de los bancos y las instituciones financieras bancarias, no bancarias o múltiples, quienes también han encontrado en este tipo de mercados los mecanismos necesarios para manejar sus riesgos y obtener beneficios en el corto plazo.

En 2008 en el mercado organizado (bolsas de valores), los instrumentos derivados de mayor volumen fueron las opciones y futuros de tipos de interés, que representaron más de 80% del total del mercado, con un mayor crecimiento desde el año 2000, acompañado por las bajas tasas de interés de Estados Unidos y Europa (Soto, 2010.).

Los países con sistemas financieros más desarrollados han creado mercados de derivados, donde se negocian contratos de futuros, opciones, swaps y forwards sobre índices bursátiles, tipos de interés, divisas, etc., con lo que movilizan enormes flujos de dinero hacia las instituciones que han apostado por bursatilizar los activos, sin que el sector productivo se involucre de manera directa.

Los principales mercados de Derivados en el mundo son el Chicago Board of Trade, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board Options Exchange, European Options Exchange, London International Financial futures Exchange, Mercato Italiano Futures, Eurex, Bolsa de Mercaderías y Futuros, Tokio International Financial Futures Exchange, Singapore International Monetary Exchange y el Sydney Futures Exchange, por mencionar algunos.

Las principales compañías en el sector de los derivados a nivel mundial son JP Morgan Chase, Bank of America, Morgan Stanley, UBS, Merrill Lynch, csfb, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs y Lehman (Soto, 2010).

Los instrumentos derivados son una importante innovación financiera que permite la movilidad del capital, ayuda a disminuir y distribuir riesgos, incentiva la diversificación, etc. sin embargo, es evidente que son muy pocas las empresas que controlan este mercado a nivel mundial, lo cual no contribuye al incremento de la competitividad ni eficiencia en el sector. Cada vez empresas más sólidas y diversas industrias en todo el mundo se involucran en el mercado de instrumentos financieros, y la centralización del capital por parte de las administradoras y distribuidoras, es decir, los Dealers, pueden contribuir a movimientos no esperados en el sector real con la modificación de los precios de las mercancías, sin que estos movimientos sean resultado de la oferta y la demanda de mercancías, sino más bien resultado de movimientos especuladores en el mercado financiero.

En Norteamérica se negocia más de 50% del mercado organizado de futuros y opciones, en tanto Europa comercia con 43%, y el resto del mercado lo ocupa principalmente Asia (Soto, 2010). Con datos del Business and Innovation & Skills²⁴ BIS (2007) citados por Soto (2010), los derivados de crédito pasaron de 10 billones de dólares, en valor nocional²⁵, a más de 80 billones de dólares de 1998 a 2008, lo que refleja un crecimiento en las transferencias de riesgo motivado por la inestabilidad e incertidumbre financiera. Los grandes bancos y corredurías son los principales compradores y vendedores de los productos financieros sofisticados, mientras que los intermediarios medianos y pequeños tienden a ser los usuarios finales.

24 El Departamento de Negocios, Innovación y Habilidades (BIS) por sus siglas en inglés, está encargado del Crecimiento Económico. Éste invierte en conocimiento y educación promoviendo el intercambio, Impulsa la innovación y apoya a los emprendedores de negocios. El BIS también protege a los consumidores y reduce el impacto de la regulación excesiva. <https://www.gov.uk/government/organisations/department-for-business-innovation-skills/about>

25 Los valores nominales sirven como base para calcular la liquidación final al contado o bien para calcular los “cash flows” secuenciales en el caso de un instrumento multiperiodo, por ejemplo un swap.

Se describirán brevemente las características, componentes y funcionamiento de los diferentes instrumentos derivados (KPMG, México, 2010):

Instrumento Derivado.

Se refiere a un título cuyos flujos futuros dependen funcionalmente del valor de otro título o variable de mercado (subyacente).

El subyacente (*underlying variable*) puede ser el precio de un activo: acción, índice accionario, bono, commodity (oro, plata, petróleo), una variable de mercado: tasa de interés, tipo de cambio, índice de inflación, o algo más “inusitado” como eventos climáticos, eventos de crédito, etc.

Se pueden utilizar con varios fines:

- Cobertura de riesgo
- Especulación (apostar a cierto comportamiento futuro del mercado)
- Para explotar alguna oportunidad de arbitraje existente.

Los tipos de instrumentos derivados básicos son:

1. *Forwards*: **Obligación** de comprar/vender en el futuro a un precio prefijado.
2. *Futuros*: Como el Forward, pero estandarizado y con *Mark-to-Market*.
3. *Opciones*: **Derecho** de comprar/vender en el futuro a un precio prefijado.
4. *Swaps*: Intercambio de dos flujos de dinero en el futuro.

Contratos Forward

Son contratos a la medida, comercializados OTC.

Posición *Larga* en un Forward:

- El *comprador* de un contrato forward adquiere la obligación de **comprar** el subyacente a un precio establecido y en un plazo determinado.

Posición *Corta* en un Forward:

- El *vendedor* de un contrato futuro adquiere la obligación de **vender** el subyacente a un precio establecido y en un plazo determinado.

El *precio forward* es el precio pre-pactado hoy al que se realizará la compra/venta en el futuro.

Contratos Futuros

Al igual que los contratos Forward, los *Futuros* se refieren a contratos suscritos por dos contrapartes para intercambiar un activo en cierto tiempo futuro y a un precio pre-acordado.

- Al contrario de los Forward, los contratos de Futuros se intercambian en las Bolsas de Derivados, y el tamaño del contrato, el tiempo de vencimiento y el precio de entrega están estandarizados por la Bolsa.
- La Bolsas de Derivados establecen mecanismos que garantizan que ambas partes del contrato cumplan sus obligaciones (*Mark-to-Market*).

Por lo general, los contratos Futuros no llegan a la fecha de vencimiento, dado que los participantes liquidan sus posiciones anticipadamente.

Contratos de Opciones

Una *Opción* es un contrato que le da al tenedor (posición larga) el derecho, pero no la obligación, de realizar una compra (*Opción call*) o una venta (*Opción put*) en un momento futuro. Por este derecho, el tenedor de la opción paga un precio o prima (*option premium*).

Terminología:

- **Ejercicio:** Acto de invocar el derecho de compra (call) o venta (put)
- **Precio de ejercicio (*strike price*):** Precio prefijado al que el comprador de la opción tiene derecho a comprar (call) o vender (put) el subyacente
- **Fecha de expiración:** En la que vence el contrato:
 - *Opción Europea:* Solo se puede ejercer en la fecha de expiración.
 - *Opción Americana:* Se puede ejercer en cualquier momento antes de, la fecha de ejercicio incluyendo, la fecha de expiración.
- **Prima:** Valor de mercado del contrato.

Contratos Swaps

Un *Swap* es un acuerdo entre dos contrapartes para intercambiar flujos de efectivo en el futuro.

Se suelen intercambiar OTC, sin regulación, acuerdos a la medida, no contratos estándar, tienen plazos mayores a los Forwards y los Futuros, tienen varias fechas de pago.

Ejemplo: un *Swap de Tasas* se trata de una sucesión pagos:

- El *comprador* (posición larga) se compromete a *pagar tasas fijas*, y a realizar pagos periódicos predeterminados al vendedor del swap.
- El *vendedor* del swap (posición corta) se compromete a *pagar tasas variables*, también en forma periódica y en las mismas fechas.

Propósito: Permitir la conversión de instrumentos de tasa variable a instrumentos a tasa fija o viceversa.

Mercado Organizado de derivados MEXDER

La bolsa mexicana de valores (BMV) y el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval) acordaron en 1994 crear el Mercado de Derivados organizado.

La BMV financió la creación del proyecto de la Bolsa de Opciones y Futuros (MexDer) y el Indeval se responsabilizó de la creación de la Cámara de Compensación de Derivados (Asigna Compensación y Liquidación).

El periodo más importante de desarrollo se dio a partir de 1995, con la adopción del régimen de flotación del tipo de cambio, y como no existían mecanismos que permitieran cubrirse, ante estas fluctuaciones, el Banco de México decidió eliminar las regulaciones que impedían el desarrollo de un mercado de contratos adelantados (futuros y forward) sobre el tipo de cambio.

El MexDer inició operaciones el 15 de diciembre de 1998. Al comienzo se negociaban contratos de futuros a “viva voz”, y hasta el 8 de mayo de 2000, las operaciones se realizaron con el sistema SENTRA-Derivados²⁶ (Soto, 2010).

El objetivo central del MexDer es proveer los mecanismos y establecer los procedimientos para la negociación ordenada de contratos de futuros y opciones, garantizando el estricto apego al marco regulatorio.²⁷

Los participantes en el mercado son:

- MexDer como bolsa de derivados.
- Asigna Compensación y Liquidación, representa a la Cámara de Compensación de contratos derivados, constituida como fideicomiso de administración y pago encargada de proporcionar el servicio de compensación, así como de administrar las garantías para la liquidación de las operaciones, para así dar seguridad a los participantes y propiciar el desarrollo ordenado del mercado. Cabe mencionar que Asigna cuenta con calificación AAAmex (Fitch Ratings).
- Los socios liquidadores que son los principales grupos financieros del país: Banamex, BBVA, Scotiabank y Santander, actúan como fideicomisos de

²⁶ Sistema Electrónico de Negociación, Registro y Asignación. Donde los Operadores ingresan sus posturas y el Sistema “encripta” el nombre del intermediario. Esto hace que sea un mercado Anónimo, lo que permite igualdad de oportunidad para todos los participantes. Una vez pactada la operación MexDer envía a la Cámara de Compensación (Asigna) los datos de la misma, convirtiéndose en el comprador del vendedor y el vendedor del comprador, asumiendo el riesgo de crédito contraparte.

²⁷ Información obtenida de la Bolsa Mexicana de Valores, disponible en http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/bolsa_derivados/

administración y pago, al aportar recursos para la constitución del Fondo de Compensación y el Fondo de Aportaciones.

- Los operadores de intermediación operan de manera independiente o con clientes institucionales o grupos de inversión; los formadores de mercado tienen como objetivo crear liquidez por medio de la operación directa en Casas de Bolsa y Bancos.

Estas instituciones son auto reguladas bajo la supervisión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México, lo que da lugar al mercado auto regulado en México. Este mercado sigue los mismos principios de funcionamiento que el resto de los mercados de derivados a nivel internacional, conforme a los acuerdos de Basilea, que operan y establecen reglas en busca del máximo beneficio en sus operaciones.

Entre las finalidades del MexDer tanto en México como a nivel internacional se encuentran: impulsar el crecimiento del Mercado de Derivados de acuerdo a las necesidades de las empresas, inversionistas y del sistema financiero en general, así como desarrollar herramientas que faciliten la cobertura administración de riesgos y la eficiencia en el manejo de portafolios de inversión, en un marco de transparencia e igualdad de oportunidades para todos los participantes.

A decir de Soto (2010), los participantes en este mercado buscan que la autoridad financiera y monetaria intervenga lo menos posible en sus operaciones: *"...Hay que recordar que los mercados de derivados a nivel internacional toman mayor importancia a partir del Rompimiento de Bretton Woods y de los problemas existentes para la ampliación del financiamiento a la actividad productiva; cuando se profundizó la volatilidad financiera fue cuando los mercados de derivados empezaron a crecer de manera exponencial, aprovechando las fluctuaciones de las tasas de interés y de los tipos de cambio para poder realizar transacciones y aprovechar los spreads"* (Soto 2010:165). Con esto se interpreta que cuando existe intervención de alguna institución reguladora en indicadores como el tipo de cambio o la tasa de interés, pierde sentido la presencia del mercado de derivados, ya que se limita su alcance y los rendimientos son menores.

La importancia y atractivo del mercado de derivados radica en la especulación para buscar una ganancia que sea la más alta posible en el menor tiempo, que en la realidad no es tan sencillo y se requiere amplio conocimiento y teorización matemática que, sin embargo, ha sido susceptible de periodos de especulación, pérdidas generalizadas y crítica social, sobre todo académica.

El MexDer tiene listados los siguientes contratos de futuros sobre los subyacentes financieros (Soto 2010):

- a) Divisas: futuros del dólar de Estados Unidos
- b) Deuda: futuros de la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE), futuros sobre los Certificados de la tesorería de la Federación a 91 días (Cetes), futuros sobre bonos de tres años (M3), futuros sobre Bonos de 10 años (M10), futuros sobre Unidades de Inversión (UDI) y Swap de TIIE de 10 años.
- c) Índices: futuros sobre el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores (IPC).
- d) Acciones: futuros sobre las Acciones más Bursátiles en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

De los contratos de futuros, los que más se negocian son el contrato TIIE a 28 días y el contrato de Cetes a 91 días, estas tasas representaron 99 por ciento del importe de los contratos en este mercado, a octubre de 2008. Para los años anteriores el porcentaje varía en un punto porcentual, por lo que se conserva su tendencia e importancia. En cuanto a los contratos sobre acciones los que presentan mayor movilidad son Cemex CPO, Femusa UBD, G Carso A1, GFBB 0, América Móvil L, Walmex V y telmex L (Soto, 2010).

En el anexo I se muestran las principales características de los contratos de futuros que se negocian en el MexDer.

Nota: En el primer trimestre del 2011, la Bolsa Mexicana de Valores colocó por primera vez un nuevo tipo de instrumentos de inversión llamados FIBRAS (Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces). Un FIBRA es un fideicomiso mediante el que se renta y administra un portafolio de bienes inmuebles (residencial, edificios de oficinas, centros comerciales, hoteles, hospitales, etc.).

Estos tipo de instrumentos de inversión ya operan en otros mercados internacionales, donde son conocidos como REITS, han demostrado su capacidad de obtener atractivos rendimientos y ser una adición valiosa para la diversificación de portafolios. Los FIBRAS son una mezcla de inversión en renta fija e inversión en renta variable, ya que ofrecen a los inversionistas pagos periódicos continuos, y además permite obtener plusvalías de capital gracias a la apreciación “natural” de los inmuebles.

La renta fija se obtiene al distribuirse entre los tenedores de los certificados hasta el 95% de las utilidades por concepto de la renta de los bienes inmuebles. Esta distribución se realiza de manera trimestral. La renta variable se obtiene en la compra venta de los certificados a través de la bolsa de valores. Los certificados subirían de precio conforme a la plusvalía de los inmuebles, o bajarían si el mercado inmobiliario tiende a la baja.

A pesar de la notable innovación que estos instrumentos representan, por el momento no se profundizará en su estudio, sin embargo es importante resaltar que con éste tipo de instrumentos la búsqueda por diversificar el riesgo en las inversiones, es a la vez causa y origen de importantes adaptaciones-innovaciones en los productos ofrecidos al interior de los mercados financieros.

CONCLUSIONES

En el transcurso del capítulo tres se realizó un análisis a detalle de algunos de los conceptos y entidades más importantes del sector financiero actual, especialmente se hizo énfasis en la descripción de los mercados financieros y las características tanto funcionales como analíticas que los hacen hoy por hoy el mercado más importante a nivel mundial. Dado que la relevancia del mercado financiero depende en gran medida del desarrollo de los productos derivados se incluyó también un análisis de sus características, funcionalidad y comportamiento durante los últimos años; finalmente se realiza un análisis del MEXDER que es la entidad que se encarga de regular el mercado bursátil en México.

Entre las conclusiones más importantes a las que se puede llegar en éste capítulo, está el contraste que existe entre los impactos de las innovaciones financieras a la economía en general, como vimos Merton destaca que las innovaciones en el sector financiero impulsan positivamente el crecimiento económico, promueven la creación de mercados y se fomenta el consumo. Sin embargo los impactos negativos que Tufano destaca ponen en duda el beneficio real de las innovaciones financieras debido a que los costos pueden ser superados por los costos.

Una de las posturas que promueve el desarrollo de innovaciones financieras y que al mismo tiempo pone énfasis en la necesidad de una regulación correcta en su implementación es la de Ruiz y Rubli, entre los beneficios que encontraron los autores están los efectos positivos sobre niveles de inversión, una relación inversa entre innovación y costo del dinero, además de una relación positiva entre los ciclos de innovación y los ciclos de inversión, entre otros.

Por otro lado el estudio de la relación que guarda el coeficiente de profundización financiera entre el producto per cápita demostró la existencia de una correlación positiva entre el incremento del ingreso y la intensificación de los procesos financieros, cabe resaltar que ésta comparación se realizó como continuidad del estudio de Amador y García quienes determinaron que el agregado M2 resulta una mejor aproximación al nivel de acceso real que tiene la población a los servicios financieros. Es importante señalar que la relación de crecimiento que mostró la relación M2/PIB se mantuvo para los años 2008 a 2010 y mostró una clara influencia en el desempeño de la economía real para los cuatro países revisados (México, España, Estados Unidos de América y Brasil).

El concepto de Bancarización es de suma importancia para medir el nivel de acceso a la actividad financiera dentro de un país, en México esta relación de largo plazo entre las instituciones bancarias y las personas creció apenas 7.43% en los últimos diez años; Pese al débil impulso por ésta vía al sector financiero, los aportes reflejados en la economía, debido a las relaciones causales de la bancarización son, entre otros, mayor acceso al crédito, niveles de ahorro crecientes, mayor información del mercado e incremento en innovación de productos y servicios financieros. Todo lo anterior lleva a la conclusión de que la bancarización debe ser uno de los pilares con el que se impulse el acceso a los servicios financieros, lo que supone un incremento en el ingreso, mayor ahorro y una parte proporcional de incremento al consumo.

Otro de los ángulos desde el cuál se analizó el sector financiero es el que comprende a los mercados bursátiles y de productos financieros sofisticados, aunque éstos mercados son accesibles solamente al público inversionista –nacional o internacional-, se hizo énfasis en ellos por el hecho de que en la actualidad el sector financiero es desproporcionadamente más grande que el sector real de la economía y aunque aquí no se generan directamente bienes materiales de consumo, las crisis económicas más agudas y de mayor impacto sobre la población provienen del sector de los servicios y específicamente los mercados financieros han tenido un protagonismo determinante. Esto llama la atención pues en estos mercados “virtuales” se determina el precio real de productos que probablemente aún siquiera son producidos y serán comercializados en el futuro o se trata simplemente de papeles que representan el valor de alguna entidad comercial, es decir, no hay mercancías reales solo certificados y contratos que sirven de garantía de “algo” que se espera que suceda en el futuro, éstos mercados se basan en expectativas mediante las cuales se toman decisiones millonarias de compra o venta

de papeles que representan el valor de una mercancía real que en algunos casos no existe pero que influye de manera determinante en los precios de las mercancías que se están efectivamente traficando en los mercados reales o en la permanencia de empresas que decidieron entrar en los mercados de capitales, etc.

La incertidumbre que se genera en torno a los mercados financieros, influye en los precios y por lo tanto en los niveles de producción o en el comportamiento bursátil de empresas públicas y privadas en las bolsas de valores; Ésta incertidumbre traslada los efectos de la economía financiera a la economía real con la consecuencia de que ya no solamente el público inversionista se ve afectado sino que los daños y consecuencias se socializan a la población en general mediante costos colaterales u ocultos como disminución en niveles de inversión (motivados por expectativas de bajo crecimiento, etc.). Éstas son quizá algunas de las mayores desventajas que se pueden encontrar en la implementación no regulada de innovaciones financieras.

Los principales mercados Bursátiles en México son el de Deuda y de Capitales, en menor medida el mercado de Derivados y Cambiario juegan en la Bolsa Mexicana de Valores, que forma parte del MexDer.

En el mundo, los productos derivados conforman el mayor mercado con 700 billones de dólares hasta el 2010, esto es doce veces más que el producto mundial, la velocidad a la que se mueve éste mercado es una de las características que permite su crecimiento exponencial. La mayoría de transacciones de productos derivados se realiza en el mercado "over the counter", es decir, en el mercado no organizado en el que no se comercializa en bolsas de valores y por lo tanto no hay regulación establecida, en ese mercado las transacciones son acuerdos mutuos formalizados mediante contratos, la falta de regulación es una de las causas de que los derivados financieros tengan mayor riesgo y por lo tanto ganancias más atractivas a los inversionistas; Los subyacentes de productos derivados son de las más diversas clases y prácticamente todo se puede comprar o vender siempre que haya alguien dispuesto a asumir los riesgos.

CONCLUSIONES GENERALES

A lo largo de éste trabajo se describieron los procesos de innovación financiera que afectaron la organización del mercado financiero, específicamente la banca comercial durante la década de 2000-2010, partiendo de los fundamentos teóricos más aceptados por los economistas actuales se buscó mostrar las bases que justifican los cambios que en la economía mexicana determinaron la estructura actual del mercado financiero y la banca.

Como parte central de la investigación se comprobó que las innovaciones financieras consideradas: productos, mercados e instituciones, forman parte importante de la dinámica interna del crecimiento del sector, esto se pudo constatar mostrando el crecimiento en el activo total de la Banca Comercial de 2000 a 2011 que tuvo una tasa de crecimiento anual de 10.6%, dentro del cual las operaciones con valores y derivados presentan un crecimiento de 22.8% anual, éstos pasaron de una participación de 4.4% en 2000 a 13.8% en 2011, éste incremento lo sitúa por encima de las disponibilidades totales, que representan 9.5% del total, demostrando la importancia de los instrumentos financieros dentro del mercado mexicano.

Se comprobó que se mantiene una relación positiva entre el coeficiente de profundización financiera medido por el coeficiente M2 de la base monetaria (ahorro) y el crecimiento del PIB. Los resultados indicaron que el principal determinante del Ahorro en instrumentos financieros es el ingreso medido mediante el IGAE. El incremento de un punto porcentual de la tasa de crecimiento del IGAE generaría un aumento del Ahorro Voluntario de 62.3 mmp, el IGAE es el principal determinante del ahorro voluntario en instrumentos financieros, dicha variable explicó cerca de 75% del incremento del ahorro de 2000 a 2010. Para que el Ahorro en instrumentos financieros crezca de manera sostenida a tasas altas por periodos largos se requiere que el crecimiento del ingreso (PIB) también se presente de manera sostenida y a tasas altas, esto debido a que la elasticidad ingreso del ahorro voluntario resultó mayor a la unidad.

Las innovaciones financieras dentro del sector financiero están aún lejos de ser un elemento significativo en el desarrollo del sector económico pues el financiamiento a la actividad productiva aún no logra consolidar los encadenamientos necesarios para mantener un crecimiento sostenido de otros sectores de la economía real (financiamiento para la generación de proyectos productivos de largo plazo, inversión extranjera directa, generación de empleos fijos, incremento de la

productividad laboral, etc.), esto se pudo comprobar analizando las tasas de crecimiento del producto aportado por cada uno de los sectores económicos: el sector servicios –dentro del cual se encuentran los servicios financieros- creció a un ritmo cercano a 3% anual, contra 1.77 del sector primario y 1.71 del secundario.

El mercado financiero es hoy por hoy el mercado más importante a nivel mundial, y dentro de éste, las innovaciones financieras y su aplicación juegan un papel importante en la determinación del rumbo que seguirá el mercado, una regulación correcta por parte de las instituciones locales es fundamental para controlar su expansión indiscriminada y los riesgos intrínsecos para los propios participantes.

En México los principales mercados Bursátiles son el de Deuda y de Capitales, en menor medida participan el mercado de Derivados y Cambiario dentro la Bolsa Mexicana de Valores, que forma parte del MexDer.

El crecimiento racional y regulado de éste tipo de mercados también forma parte del proceso de bancarización que, como se dijo, trae importantes beneficios a variables reales de la economía, sin embargo deben fijarse objetivos claros en la incorporación del público en el mercado, pues un alto índice de profundización también puede poner en una situación vulnerable a los tenedores de cuentas derivado de las fluctuaciones y volatilidad de los mercados internacionales.

La banca comercial ha desvirtuado su papel de intermediario financiero gracias a las posibilidades de diversificación en tanto grupos financieros, este hecho provoca que pueda obtener ingresos extraordinarios participando directamente en los mercados con mayor riesgo, exponiendo hasta cierto punto los activos provenientes ahorradores e inversores, el control y medición del riesgo de mercado tanto de manera interna como por parte del regulador local, es fundamental para garantizar lo más posible la gestión de los activos financieros.

Anexo I:

Características de los Contratos de Opciones en el MexDer.

CARACTERÍSTICA	DOLLAR	IPC	TRACKER IPC	TRACKER NASDAQ 100	TRACKER S&P 500	AMERICA MOVIL	CEMEX	WAL-MART MEXICO
SUBYACENTE	Dólar de los Estados Unidos de América	Futuro del IPC de la BMV	NAFTRAC	QQQQ	IVV	AMX L	CEMEX CPO	WALMEX V
CLAVE	DA	IP	NA	QQ	IV	AX	CX	WA
TAMAÑO DEL CONTRATO	10,000 Dólares americanos	\$10 multiplicados por el valor de prima	100 acciones	100 acciones	100 acciones	100 acciones	100 acciones Americana	100 acciones
TIPO DE OPCIÓN	Europea	Europea	Americana	Americana	Americana	Americana	Americana	Americana
PRECIO DE EJERCICIO	Pesos por dólar spot, en múltiplos de 0.05 pesos	Puntos del IPC en múltiplos de 50	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de acuerdo con el precio de la acción.	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de 5 pesos	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de 5 pesos	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de acuerdo con el precio de la acción.	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de acuerdo con el precio de la acción	Precio de la acción en pesos, en múltiplos de acuerdo con el precio de la acción
PERIODO DE CONTRATO	Ciclo trimestral, hasta por un año.	Ciclo trimestral, hasta por un año.	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral
CLAVE DE PIZARRA	DA+precio de ejercicio (2 enteros, 3 decimales) +mes de vencimiento	IP+Precio de ejercicio (5 enteros) +mes de vencimiento Puntos del IPC Tercer viernes del mes de vencimiento.	NA+precio de ejercicio (3 enteros, 2 decimales)+ mes de vencimiento	QQ+precio de ejercicio (3 enteros, 2 decimales) +mes de vencimiento	IV+precio de ejercicio (3 enteros, 2 decimales) +mes de vencimiento	AX+precio de ejercicio (2 enteros, 3 decimales) + mes de vencimiento.	CX+Precio de ejercicio (2 enteros, 3 decimales) + mes de vencimiento.	WA+precio de ejercicio (2 enteros, 3 decimales)+mes de vencimiento
UNIDAD DE COTIZACIÓN	pesos por dólar	Puntos del IPC	Pesos y centavos por acción	pesos y centavos por acción	Pesos y centavos por acción	pesos y centavos por acción	Pesos y centavos por acción	Pesos y centavos por acción
ULTIMO DIA DE NEGOCIACION Y VENCIMIENTO	Tercer miércoles hábil (tanto para México como para EUA) del mes de vencimiento	Tercer viernes de cada mes de vencimiento o el día hábil anterior.	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior.	Tercer viernes del mes de vencimiento o el día hábil anterior.
LIQUIDACION AL VENCIMIENTO	El segundo día hábil siguiente a la Fecha de vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Tercer día hábil siguiente a la fecha de vencimiento

Fuente: Prof. Gabriel Becerra Parraño.

Características de los Contratos Derivados en el MexDer.

DOLLAR	EURO	IPC	TIE	CETES	BONOMO3	BONOMO10	UDI	SWAP TIE 10A	SWAP TIE 2A	ACCIONES INDIVIDUALES
Dólar de los Estados Unidos de América DEUA	Euro, moneda de la Unión europea EURO	Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores IPC.	Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIE) TE28	Certificados de la Tesorería de la Federación a 91 días (CETES) CE91	Bono de Desarrollo del Gobierno Federal de 3 años a tasa fija (liquidación en especie) M3	Bono de Desarrollo del Gobierno Federal de 10 años tasa a tasa fija M10	Unidades de Inversión UDI	Swap de tasa de interés a un plazo de 10 años SW10	Swap de tasa de interés a un plazo de 2 años SW02	(AMX L)AXL (CEMEX CPO)CX (FEMSA UBD) FEM (GCARSO A1)GCA (TELMEX L)TXL (WALMEX V)WAL
10,000 Dólares americanos	10,000 Euros	\$10 pesos cada punto del valor del IPC.	100,000 pesos	10,000 Cetes (100,000 pesos)	1,000 bonos (1000,000 pesos)	1,000 Bonos (100,000 pesos)	50,000 UDI'S	1,000,000	1,000,000 pesos	100 acciones
Ciclo mensual hasta por tres años	Ciclo mensual hasta por un año	Ciclo trimestral.	Ciclo mensual hasta por 120 meses (10 años)	Ciclo mensual	Ciclo trimestral	Ciclo trimestral	Ciclo mensual	Ciclo mensual o trimestral	Ciclo mensual o trimestral hasta por 1 año.	ciclo trimestral
DEUA+mes y año de vencimiento	EURO+mes y año de vencimiento	IPC+ mes y año de vencimiento	TE28+ mes y año de vencimiento.	CE 91 + mes y año de vencimiento.	M3+ mes y año de vencimiento.	M10+mes y año de vencimiento.	UDI+ mes y año de vencimiento	SW10 + mes y año de vencimiento	SW02+ mes y año de vencimiento	Tres letras relacionadas a la acción+ mes y año de vencimiento.
Pesos por dólar	Pesos por Euro	Puntos de IPC.	La tasa futura a la tasa porcentual de rendimiento anualizada, expresada en tantos por ciento, con dígitos después del punto decimal	La tasa Futura a la tasa porcentual de rendimiento anualizada, expresada en tantos por ciento con dos dígitos después del punto decimal	A precio, expresado en pesos, con tres decimales después del punto decimal	A precio expresado en pesos con tres decimales después del punto decimal.	Valor de la UDI expresado en pesos, multiplicado por un factor de 100	La tasa futura a la tasa porcentual de rendimiento anualizada, expresada en tantos por ciento, con dos dígitos después del punto decimal	La tasa Futura a la tasa porcentual de rendimiento anualizada, expresada en tantos por ciento, con dos dígitos después del punto decimal	Pesos y centavos de peso por acción.
Dos días hábiles antes de la fecha de liquidación.	Dos días hábiles antes de la fecha de liquidación	Tercer viernes del mes de vencimiento.	Día hábil siguiente a la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes.	Día de la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes	Cotización: Tercer día hábil previo a la fecha de vencimiento de la serie. Vencimiento: Último día hábil del mes de vencimiento de la serie.	Cotización: Tercer día hábil previo a la fecha de vencimiento de la serie. Vencimiento: Último día hábil del mes de vencimiento de la serie.	El día 10 del mes de vencimiento.	Día hábil siguiente a la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes.	Día hábil siguiente a la subasta primaria en la semana del tercer miércoles de cada mes.	Tercer viernes del mes de vencimiento
Tercer miércoles hábil del mes de vencimiento.	Tercer miércoles hábil del mes de vencimiento	Día hábil siguiente a la Fecha de vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Liquidación en especie según Condiciones Generales de Contratación.	Liquidación en especie según Condiciones Generales de Contratación.	Liquidación en efectivo al día hábil siguiente de la fecha de vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento	Día hábil siguiente a la fecha de vencimiento.	Segundo día hábil posterior a la Fecha de vencimiento.

Fuente: Prof. Gabriel Becerra Parraño.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amador Octavio y García Jessica, *México: Profundización financiera e ingreso per cápita en los últimos años*, México, Revista Economía Informa UNAM Núm. 354, 2008.
- Asociación de Bancos de México, "Estadísticas de la ABM", disponible en http://www.abm.org.mx/banca_mexico/estadisticas.htm, Varios años.
- Asociación de Bancos de México, "La banca en México", Documentos de trabajo 2010. disponible en: <www.abm.org.mx>.
- Banco de México "Ley del Banco de México", disponible en; <<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/index.html>>
- Banco de México, "Glosario de Banco de México", disponible en: <<http://www.banxico.org.mx/divulgacion/glosario/#E>>
- Banco de México, "Historia sintética de la Banca en México". Por Eduardo Turrent, disponible en <http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/%7BFFF17467-8ED6-2AB2-1B3B-ACCE5C2AF0E6%7D.pdf> Octubre 2007.
- Banco de México, "Medidas Instrumentadas por el Gobierno Federal y el Banco de México para Preservar la Estabilidad Financiera", en Informe de Inflación septiembre 2008, publicación trimestral.
- Banco de México, "Regímenes Cambiarios en México a partir de 1954" en Material Educativo 2010, disponible en: <<http://www.banxico.org.mx/sistema-financiero/material-educativo/basico/%7BA363683E-9B8D-C3A9-610C-E2153395E4B8%7D.pdf>>
- Banco de México, "Reporte sobre el Sistema Financiero Mexicano", disponible en <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#Regulaciondelsistema-financiero>, Varios años.
- Becerril Parreño Gabriel, Curso: Mercados Financieros Derivados, Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Economía. 2010.
- Blaug Mark, *Teoría Económica en Retrospección*, Fondo de Cultura Económica, 2001.
- CBOE, "Annual Market Statistics", disponible en: <<http://www.cboe.com/LearnCenter/courses.aspx>>
- Clemente Blanco Azalea Del Carmen, *Ahorro e inversión un estudio Macroeconómico de los fondos de pensiones en México en el periodo 1997-2009*. Tesis de maestría en economía UNAM, 2009.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, "Servicio de Banca y Crédito", disponible en: <<http://www.cnbv.gob.mx/Prensa/Paginas/Boletines-Estadisticos.aspx>>
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, "Boletín Estadístico Banca Múltiple", disponible en www.cnbv.gob.mx Varios años.
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores, "Información Estadística 2011" disponible en: <<http://www.cnbv.gob.mx/Bancos/Paginas/Informacion-Estad%3ADstica.aspx>>

- Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, “Información Estadística”, a: 2010, b: 2011 disponible en: <http://www.consar.gob.mx/panorama_sar/recursos_administrados.shtml>.
- Diario Oficial de la Federación, “Ley del Seguro Social” 21 de diciembre de 1995 (última reforma DOF-26/052009) disponible en: <<http://www.dof.gob.mx>>
- Fiorito Alejandro y Murga Gustavo A. *John Maynard Keynes, Lectura E Interpretaciones II*. Buenos Aires, Argentina, 2006
- Fisher, Dornbusch, Shmalensee (1991). *Economía*. México. McGraw–Hill. Segunda edición en español.
- Fuentes Gustavo, Ortiz Edgar, Cabello Sandra. *Crisis subprime: El papel de la regulación, la banca y las agencias calificadoras*, México Año 2009.
- Galitz Lawrence, *Ingeniería Financiera I y II*, Volúmen 13, Barcelona España. 1994
- Garrido Celso y Peñalosa Webb, Tomás, *Ahorro y Sistema Financiero Mexicano, Diagnóstico de la problemática actual*, México, ed. Grijalbo, 1996.
- Ghilarducci T y P. Ledesma, *Unions’ role in Argentine and Chilean pension reform. World Development*, Vol. 28 año 2000.
- Girón Alicia y Correa Eugenia, *Mercados Financieros globales: Desregulación y crisis financieras*. México, Siglo XXI, 1998.
- Girón González, Alicia; Levy Orlik, Noemi. *México: ¡Los bancos que perdimos! De la desregulación a la extranjerización del sistema financiero*, Instituto de Investigaciones Económicas, Facultad de Economía, UNAM, Universidad Nacional Autónoma de México, México, 2005.
- GOV UK, Gobierno de Reino Unido, “Department for Business, innovation & Skills” Información estadística, disponible en <www.gov.uk/government/publications?Page=3&publication_filter_option=statistics> Varios años.
- Grupo BMV, MexDer, disponible en <http://www.mexder.com.mx/wb3/wb/MEX/bolsa_derivados, 2010>
- INEGI, “BIE Sistema de Cuentas Nacionales de México”, disponible en <<http://www.inegi.org.mx/sistemas/bie/default.aspx>>, varios años.
- International Monetary Fund “Mexico Selected Issues, Chapter III Private Saving In Mexico-Long Term Trends and Short-Term Changes 2012”, disponible en <<http://www.imf.org/external/index.htm>>
- International Monetary Fund International Financial Statistics (IFS) Disponible en http://imfstext.imf.org/OECDStat_Metadata/ShowMetadata.ashx?Dataset=PGI&Coords=%5BDATASOURCE%5D.%5BIFS%5D&ShowOnWeb=true&Lang=en 2011
- Kalecki Michael, *Ensayo sobre la teoría del ciclo económico*, 1933.
- KPMG, México. “Instrumento Financieros Derivados”, Cancún México ponencia 17 marzo 2010.

- La Casa Blanca, Oficina del Secretario de Prensa, "Carta del Presidente a los líderes del G-20", Para publicación inmediata 18 junio, 2010.
- Lavoie Marc, *La Economía postkeynesiana: un antídoto del pensamiento único*, Icaria Editorial, Barcelona, 2005.
- Levy Noemí, *Innovación financiera y crecimiento económico*, Revista electrónica "Ola financiera" Facultad de Economía e Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, Número.5, Enero-abril de 2010, disponible en <www.olafinanciera.unam.mx>.
- López Díaz Julio, López Teresa S. *Teorías Alternativas del Empleo. El trabajo en un mundo globalizado*, coord. por Santos M. Ruesga Benito, Gerardo Fujii Gambero, págs. 33-66, 2004.
- Lucas Robert E. Jr. *Expectations and the Neutrality of Money*, Journal of Economic Theory 4, 103-124. Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, Pennsylvania, 1972.
- Management Solutions, "Valuaciones con productos Derivados", Formación, Documento de trabajo Management Solutions-España, 2012.
- Mankiw Gregory, *Principios de Economía*, quinta edición. México, Cengage Learning, 2009
- Maynard Keynes John, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* 1936a, (Primera edición en español 1943), Fondo de Cultura Económica.
- Maynard Keynes John, "The Psychological and Business Incentives to Liquidity", en *The General Theory of Employment, Interest and Money*, 1936b.
- Merton, Robert C. *Financial Innovation and Economic Performance*, Journal of Applied Corporate Finance 4, no. 4 winter 1992: 12-22.
- Morales E. Francisco Javier, *Principales determinantes del ahorro en México*, BBVA Bancomer Research, Estudios Económicos, México, 2007.
- Perdices de Blas, *Historia del Pensamiento y Política Monetaria* 2006, Consultado en mayo de 2011, disponible en <<http://www.oroymfinanzas.com/2013/04/historia-dinero-politica-monetaria-luis-perdices-de-blas/>>
- Pineda Ortega Pablo, *La Globalización en el Sector bancario Mexicano*, UNAM, Revista Economía Informa N° 349, México, Noviembre-Diciembre 2007.
- Pineda Ortega Pablo, *Orígenes y tratamiento de la crisis bancaria en México*, Universidad de Guadalajara, México, 2006.
- PwC, "Basilea III y los retos de la banca", Informe del Centro del Sector Financiero de Pricewaterhouse Coopers e IE Business School, disponible en <<http://www.pwc.es/es/sala-prensa/notas>>
- Roca Garay Richard, *La Macroeconomía Clásica o Neoclásica de Corto Plazo*, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Pontificia Universidad Católica de Perú, 2005.
- Rodríguez Carlos E. "Diccionario de Economía Etimológico, Conceptual y Procedimental, Edición Especial para Estudiantes". Disponible en: <www.eumed.net/diccionario/dee/dee.pdf>

- Rubli Kaiser Federico y Ruiz Durán Clemente, Coordinadores, *Proceso de innovación financiera en la economía global*, Banco de México, Universidad Nacional Autónoma de México, Universidad de Alcalá, México 2009.
- Sargent, T. *Macroeconomic Theory*, Academic Press, 2da edición, 1987.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público “El Crédito Público En La Historia Hacendaria De México” disponible en:
<<http://www.hacienda.gob.mx/LASHCP/Publicaciones/Paginas/creditoPublico.aspx>>
- Soto Delgado Alma Delia, *Desregulación financiera y desintermediación bancaria en México: 1988-2007*, México, Tesis de Maestría UNAM, Facultad de Estudios superiores-Aragón, 2009.
- Soto Esquivel Roberto, *Desregulación financiera y Finanzas Públicas en México*, 2010 disponible en
<<http://www.economia.unam.mx/publicaciones/econinforma/pdfs/362/05robertosoto.pdf>>
- Studart Rogério, *Financial repression and economic development: a post Keynesian response*, Volumen 19, Volumen 91 de Discussion papers in economics, Univ. College London, Department of Economics, 1991.
- Tello Carlos, *La Nacionalización de la Banca en México*, México, Siglo XXI, 1984.
- Tufano Peter y Serbin Jon D. *American Barrick Resources Corp.: Managing Gold Price Risk*, Harvard Business School 2003, 1993.
- Vindas Sánchez Katia, Jiménez Chacón Enrique, *Mercados, Activos e Innovaciones Financieras*, Serie Comentarios sobre asuntos económicos, N° 151, Banco Central de Costa Rica, San José Costa Rica, 1996.