

Innovación financiera y crecimiento económico

Financial innovation and economic growth

Noemí Levy*

Resumen

La presente colaboración desarrolla los antecedentes y resultados del actual sistema financiero mundial, exponiendo que en las últimas tres décadas, esté atravesó por profundos cambios institucionales, creándose instituciones no bancarias que borraron las fronteras entre la actividad de la banca de inversión y la comercial. Activándose así los mercados de valores cuyas funciones modificaron todas las estructuras e instrumentos financieros, tanto de países desarrollados, como en desarrollo: Lo que convirtió al sistema financiero mundial en un gran mercado de capitales. En la primera sección se presentan las características dominantes del sistema financiero en los países desarrollados. En la segunda se destacan las particularidades de los mercados financieros de los países en desarrollo, distinguiendo el comportamiento del sistema financiero mexicano. La tercera analiza los efectos de la liquidez sobre la disponibilidad crediticia y, finalmente en la cuarta presenta relevantes conclusiones de su trabajo.

Palabras Clave: Mercados de Capital, Política Monetaria, Crecimiento

Abstract

This article develops the precedents and results of the current global financial system, contemplating that in the last three decades, it has experienced profound institutional changes, creating non bank entities that blur the line between the activities of investment and commercial banking. The global financial system has been converted into a huge capital market, with both national and international markets operating under constantly evolving structures. In the first section, dominant characteristics of the financial system in developed countries are presented. In the second section, the specific characteristics of the financial markets of developing countries are examined, with specific focus given to the Mexican financial system. The third section analyzes the effects of liquidity on the availability of credit, and the fourth and last section offers relevant conclusions.

Key Words: Capital Markets, Monetary Policy, Growth

Introducción

Las instituciones financieras han sufrido profundos cambios en su funcionamiento a raíz del rompimiento del orden monetario internacional dominante en el periodo posterior a la segunda guerra mundial que aceleró la innovación financiera. El mercado euro-dólar apareció en los años finales de la década de 1960 (Eatwell y Taylor, 2000), inducido por la desregulación de los balances en euro-dólares de los bancos que operaban en Londres y Singapur,

* Facultad de Economía, UNAM, México. Correo electrónico: levy@servidor.unam.mx. Esta colaboración se enmarca en el proyecto de investigación "Estructuras financieras y financiamiento para el desarrollo," apoyado por PAPIIT, UNAM. Agradezco el apoyo de Magali Luna y Christian Domínguez en la recopilación de la información estadística.

modificó importantes precios, señaladamente el tipo de cambio. Ello abrió una nueva etapa de innovación financiera que inició con la proliferación de instrumentos financieros *derivados* (*futuros, opciones, swaps*) y culminó con la *titularización* de los activos e instrumentos destinados a reducir riesgos provenientes de la emisión de créditos, destacándose entre otros los *swaps* de cobertura crediticias (CDS, *credit default swaps*).

El objetivo de esas innovaciones financieras fue reducir el riesgo de las actividades productivas. Específicamente, los títulos *derivados* tenían como objetivo mantener constantes los precios (v.g., tasas de interés, precios de las *commodities*, tipos de cambio) mientras que los propósitos de la *titularización* de los activos era separar el riesgo crediticio de los emisores de créditos, incrementar la liquidez de los activos crediticios y modificar las fuentes de ganancias de las empresas bancarias. Desde la perspectiva monetarista, las innovaciones financieras debían conducir al sistema financiero a un equilibrio estable porque dichos instrumentos fueron planteados para estabilizar precios y, por consiguiente, garantizar precios de equilibrio; los cuales, además, fueron diseñados para otorgar una protección individualizada a los agentes en contra de la inestabilidad financiera. Sin embargo, ocurrió lo contrario, la diseminación de riesgos privados al conjunto del sector financiero generó gran inestabilidad financiera, que indujo un efecto contagio de gran magnitud, en caso de incumplimientos de deudas (Eatwell y Taylor, 2000). Esta nueva generación de innovaciones financieras modificó la operación de las instituciones encargadas de generar financiamiento vía la emisión de créditos y la intermediación financiera. Por un lado, la banca separó los créditos de sus activos, antes de ser liquidados y, por otro, aparecieron instituciones híbridas que otorgan créditos y sus pasivos no fueron aceptados para saldar deudas, por consiguiente debieron venderse en el mercado financiero para equilibrar sus hojas de balance. Este proceso modificó las formas

de evaluación crediticia, asumiendo dicha función las agencias calificadoras con base en modelos probabilísticos. A su vez, la emisión y circulación de bonos e instrumentos financieros subyacentes, creció aceleradamente, modificando la distribución de las ganancias (Lipuma y Lee, 2004). Este nuevo contexto financiero incrementó el financiamiento a la producción, sin una regulación apropiada, acompañado de un aumento más que proporcional en la circulación de los valores, que fueron la base de la actividad especulativa, los cuales, a su vez, determinaron la riqueza financiera de los agentes. Así, un elemento adicional de este modelo fue la redistribución del ingreso en contra de los creadores de ganancias (trabajadores) y los dirigentes productivos, trasladándose en favor de los dueños de los activos financieros, creándose una nueva clase de rentistas (Toporowski, 2008).

El funcionamiento de los mercados financieros de los países desarrollados no se replicó en los países en desarrollo. El aumento de la liquidez fue acompañado de una restricción crediticia, con crecientes ganancias financieras desligadas del mercado interno. La creciente liquidez, expresada en la operación del mercado de valores y los nuevos contratos financieros, tuvo un reducido impacto en el crecimiento económico en países en desarrollo, en tanto, las innovaciones financieras se basaron preferentemente en incremento de precios, generado por operaciones fuera de los confines del mercado financiero doméstico, o sea, fueron determinados por el movimiento del capital externo.

En esta colaboración se señala que los países en desarrollo, pese a los procesos de privatización, desregulación, globalización y la extranjerización del sistema económico y financiero, no fueron capaces de generar financiamiento. Instituciones financieras no privadas continuaron siendo un pilar importante en el financiamiento de ciertas actividades productivas, señaladamente

la vivienda. Colaboración dividida en cinco secciones. En la primera sección se discute las características dominantes del sistema financiero en los países desarrollados. El segundo apartado destaca las particularidades de los mercados financieros de los países en desarrollo, resaltando el comportamiento del sistema financiero mexicano. La tercera sección analiza los efectos de la liquidez sobre la disponibilidad (o restricción) crediticia y, finalmente, se ofrecen las principales conclusiones del trabajo.

Características del sistema financiero desregulado

Aquí se analizarán los cambios fundamentales en el sistema financiero que tuvieron lugar a raíz de las nuevas prácticas de este sector. La conformación de los nuevos arreglos financieros privatizaron los riesgos provenientes de las variaciones de los precios (de tasa de interés, del tipo de cambio y mercancías); incrementando los riesgos del sector privado asociados a la producción, debido a que el gobierno redujo su participación directa en la producción y canalización del financiamiento al sector productivo. La incertidumbre macroeconómica se volvió altamente dependiente de los precios futuros, sujetos a grandes cambios, ligados a la política monetaria (Rochon, 2006), cuyo objetivo se trasladó a la estabilidad de los precios.

En este nuevo contexto, los movimientos de la tasa de interés y/o el tipo de cambio modificaron la solvencia de los agentes productivos y, a su vez, varió la capacidad de pagos de los agentes privados, impidiéndoles enfrentar sus compromisos de pagos. Por consiguiente, el banco central, en la consecución de su objetivo de garantizar estabilidad económica, provocó grandes variaciones de la tasa de interés que desestabilizó el sistema financiero y redujo la solvencia de los prestatarios.

La gran inestabilidad de los precios provocó la re-aparición de los *futuros*, *opciones* y los *swaps*, etcétera, que genéricamente se

denominan instrumentos *derivados*, cuya función es garantizar la estabilidad de los costos y, por consiguiente, de las ganancias. Sin embargo, el resultado fue opuesto, en vez de estabilizar el mercado financiero, provocó una gran inestabilidad porque abrió una vía de obtención de ganancias financieras de corto plazo (Toporowski, 2008). Específicamente, las corporaciones no financieras incrementaron sus actividades de tesorería y las corporaciones financieras comerciaron con valores, independientes del financiamiento de la producción, que limitaron y modificaron la actividad productiva. El aumento de títulos financieros fue acompañado de una diversificación de instituciones financieras no bancarias cuyo objetivo era apropiarse de una parte creciente de las ganancias financieras, en las cuales, inicialmente, no intervino la banca comercial. En este contexto aparecen los inversionistas institucionales, señaladamente los fondos de pensiones y las compañías de seguros, encargados de recolectar cuantiosos ingresos, antes centralizados por el gobierno; los cuales a su vez demandan títulos para valorizar su capital. Por otro lado, los bancos de inversión se diversificaron y las instituciones bancarias que emitían créditos respaldados directa o indirectamente por títulos. Incluso, aparece un amplio volumen de títulos financieros como resultado de fusiones y adquisiciones (en su mayoría forzadas) de las corporaciones, cuyo objetivo fue incrementar el valor de sus empresas, independientemente de la producción (Toporowski, 2000, capítulo 2).

El segundo cambio relevante fue la transformación de la banca comercial y la aparición de nuevas instituciones crediticias. De manera general se puede señalar que los bancos comerciales y de inversión diversificaron sus actividades, desapareciendo la segmentación financiera ¹, que imponía fronteras entre dichas

¹ Los cambios institucionales más emblemáticos tuvieron lugar en Estados Unidos (US) que, en 1933, impuso el decreto Glass-Steagall; y, fue reemplazado, en 1999, por el decreto de Modernización de los Servicios Financieros, bajo el nombre de Gramm-Leach-Bliley

instituciones. Lavoie (2003) enfatiza que la banca comercial, como cualquier otra empresa, tiene como objetivo obtener ganancias, pudiendo adoptar varias estrategias para lograrlo, siendo una de ellas la diversificación de sus productos, específicamente comerciar con bonos públicos, reportos, contratos por instrumentos *derivados*, conjuntamente con actividades de titularización. Estas actividades (no todas nuevas) no compiten con la actividad primaria de los bancos que es la emisión de créditos. El objetivo de la diversificación de las actividades de la banca es generar nuevas fuentes de rendimientos alternativas, incrementando las comisiones y las tarifas, volviéndose menos dependientes de los márgenes financieros netos (Kregel, 2008, a).

Algunos autores argumentan que los bancos comerciales presionaron por la dessegmentación financiera porque, en el ámbito de la desregulación y la globalización, perdieron ventajas competitivas, reduciéndose sus ganancias por la actividad crediticia (Rusell, 2008). Específicamente, los bancos perdieron a sus prestatarios más solventes (las empresas de gran tamaño) porque aparecieron fuentes de financiamiento más baratas como la emisión de deudas y acciones y, los gobiernos, que fueron los prestatarios más confiables, se desplazaron del mercado de créditos al de valores. El incremento de la emisión y circulación de valores gubernamentales profundizó los mercados monetarios e, indirectamente, el mercado de valores, y fue la base de la profundización financiera para muchos países cuyo sistema financiero estaba basado en el mercado de créditos. En este mismo tenor, cabe resaltar que se volvió más oneroso crear créditos. El Banco de Pagos Internacional (BIS, por sus siglas en inglés) impuso niveles de requerimientos mínimos de capital (CAR, *capital adequacy requirement*) que, en segundo periodo, se calculó con base en la diferenciación de riesgos de los activos, siendo los créditos los más riesgosos.

En este contexto, los bancos cambiaron su forma de funcionamiento modificándose las formas de equilibrar las hojas de balance. Específicamente, se modificó de creación de créditos, cuya contraparte es la generación de depósitos (Keynes, 1937, capítulo 2), los cuales deben ser cancelados vía la reposición del “fondo revolvente” (Keynes, 1937) se modificó. Asimismo, el proceso de destrucción de dinero en cada ciclo (Parguez y Seccarrecia, 2000) se dificultó, en tanto montos proporcionalmente mayores se destinaron a las ganancias financieras que no recircularon al aparato productivo y, por consiguiente, no anularon las deudas. En vez de realizar prácticas de fondeo o anular las deudas, los créditos se separaron de los activos de la hoja de balances bancarios, vía su venta a fideicomisos especiales de inversión, legalmente independientes de la banca, no obstante fuertemente relacionados, ampliándose la función de los bancos. Nótese que los créditos se volvieron altamente líquidos, lo cual añadió una función adicional a los bancos. No sólo crearon activos sino también los distribuyeron.

Kregel (2008b, pp. 11-17) tomó prestado el término de “creadores y distribuidores de activos” para describir la nueva forma de operación de la banca. Aparecen *entidades especiales de inversión* (SPE, *special purpose entity*) que emiten pasivos para comprar los créditos, los cuales se volvieron altamente líquidos. Aparecen como operaciones fuera de balance de estas nuevas entidades financieras, las cuales suscriben la distribución primaria de los títulos *colateralizados* y les otorgan servicios. Sin embargo, para que estos pueden ser vendidos a los agentes que operan en el mercado de valores (fondos de pensiones, compañías de seguros, bancos de inversión etcétera) deben tener una calificación de riesgo, el cual es otorgado por agencias calificadoras. Específicamente, los créditos son emitidos con base en puntajes que conceden valores a los atributos de los acreditados que se

realizan a través de algoritmos que buscan determinar la solvencia de unos y otros prestatarios entre diferentes grupos y al interior de un grupo. Kregel (2008b) resalta que en este método se reemplaza el conocimiento de los prestatarios por métodos de arbitraje, basados en correlaciones estadísticas entre grupos de activos con puntajes agregados y la probabilidad de pago (o impago) de los créditos.

Estas correlaciones también fueron utilizadas para agrupar los subyacentes de los títulos *colateralizados en paquetes financieros estructurados*, vendidos por tramos, por las SPE. Nótese que a dichos paquetes se asoció un grado de riesgo, las cuales fueron acompañados de información reducida sobre las subyacentes por parte de las agencias calificadoras, desplegándose prácticas poco transparentes, en tanto las calificadoras ni siquiera revelaron la poca información existente, lo cual indujo a prácticas fraudulentas. Estas entidades de inversión especializadas también se conformaron en instituciones financieras especializadas (Sofol, sociedades financieras de objeto limitado) que otorgan créditos a determinados sectores y obtienen recursos provenientes de la colocación de sus pasivos, en el mercado de instrumentos de deudas. Se diferencian de la banca, en tanto no captan dinero del público y sus pasivos no son aceptados como medios pagos. Un objetivo colateral de estas instituciones es dinamizar la actividad bursátil, a fin que dicho mercado sirva de intermediario financiero en la generación de financiamiento. De hecho, estas instituciones generalmente están acompañadas por hacedores de mercado que son instituciones crediticias semipúblicas (*Fannie Mae* o *Freddie Mac*) cuya función es profundizar la actividad de los mercados primario y secundario, poniendo en contacto a los vendedores con los compradores y reteniendo activos hasta lograr el precio deseado.

Estas innovaciones financieras, especialmente la titularización de los activos, por un lado ampliaron la emisión de créditos a sectores pocos solventes, con base en prácticas financieras riesgosas que otorgaron créditos a agentes sin tradición crediticia o poco fiables (*subprime*), financiando incluso el pago inicial de las actividades (*piggy backs*, Guttman 2007). Segundo, los créditos se movilizaron a sectores que proveían activos subyacentes, con mercados secundarios amplios, siendo los más emblemáticos la vivienda y el sector automotriz, seguidos por el consumo. Estos últimos se distinguen por ser de corto plazo, determinados con base en los ingresos de los agentes, la mayoría de bajo monto, dependientes de líneas de crédito, lo cual implica que el crédito se detiene casi inmediatamente en caso de incumplimiento de pagos; siendo el sector empresarial el más desfavorecido.

La nueva estructura financiera fue acompañada (o diseñada) en un modelo económico que se distinguió por traspasar la actividad industrial de los países desarrollados a los países en desarrollo (asumiendo los servicios, en los países desarrollados, el motor de la economía), volviéndose el consumo la parte más activa del ingreso. Este proceso funcionó en un contexto de inflación financiera que incrementó el valor de los activos de los agentes, pudiéndose ampliar la liquidez de las familias, vía la monetización de estos títulos. Las bases del modelo económico, particularmente el financiero, fueron altamente inestables, en tanto el crecimiento de las deudas, al incluir a agentes de dudosa solvencia, indujo a un crecimiento de cartera vencida que provocó la bancarrota de importantes bancos de inversión, induciendo un contagio en el conjunto del sistema financiero que culminó con una deflación de precios en el mercado de valores, acompañados por fraudes que incrementaron la inestabilidad del sistema financiero.

Nuevos arreglos institucionales

Los principales cambios institucionales en la región de América Latina (AL) iniciaron a fines de la década de los sesenta, y durante la década de los setenta, que derivaron en un proceso de desregulación, globalización y extranjerización del sistema productivo y financiero, siendo México uno de los últimos países que se sometió a estos cambios (posterior a la crisis de deuda de 1982). Las condiciones dominantes previas a estos cambios institucionales se distinguieron por un periodo de regulación con una estructura financiera organizada con base en el mercado crediticio, donde las instituciones públicas asumieron un papel central en el desarrollo, que incluía políticas industriales y financieras, teniendo estas últimas la responsabilidad de garantizar disponibilidad crediticia. Había una correspondencia entre la política fiscal y monetaria, ésta última asumiendo la función de servir a la primera (Russell, 2008), o sea, garantizaron liquidez al crecimiento económico.

Los principales agentes financieros de este modelo fueron los bancos y fideicomisos públicos que crearon financiamiento, avalados por títulos financieros públicos (emitidos por los gobiernos), retenidos por instituciones financieras, acompañados de políticas monetarias que direccionaron los créditos del sector bancario privado, donde sobresalen las políticas de encaje legal, canalización selectiva de créditos a sectores productivos y sociales específicos; políticas preferenciales de tasas de interés con tipos de cambios fijos (inclusive en algunos países se limitó la entrada y salida de capitales). En esta organización financiera la banca central se encargó de dirigir el proceso de creación y destrucción de dinero (Levy, 2008). Una característica importante de este periodo es que hubo una considerable emisión de valores gubernamentales sin la presencia de un mercado de valores activos, o sea, dichos valores no eran negociables. El resultado de este

modelo fue favorable. En la década de los cuarenta y fines de la década de los sesenta el sistema financiero latinoamericano fue relativamente estable, sin presentarse procesos importantes de incumplimiento de pagos ni crisis financieras de gran magnitud, con excepción de algunas crisis devaluatorias inducidas por desequilibrios externos (Noyola, 1957[1998]).

El periodo de regulación económica se distinguió por varios elementos. Primero, la destrucción de las deudas no tuvo lugar en el mercado de valores; segundo, la organización financiera basada en la intervención pública garantizó la disponibilidad de financiamiento sin inducir riesgos morales ni información asimétrica, pese a que los recursos financieros fueron canalizados a prestatarios no elegibles por el sistema bancario privado (no tenían historia crediticia ni activos) y a proyectos productivos de largo plazo, altamente inciertos. Tercero, los costos por variaciones en los precios, especialmente por devaluaciones cambiarias, fueron asumidos por el gobierno, en tanto los préstamos internacionales tuvieron lugar entre gobiernos, y los precios de bienes básicos estaban subsidiados por el gobierno (electricidad, gasolina etc). Finalmente, la tasa de interés se mantuvo relativamente estable ya que en el ámbito internacional hubo límites a la movilidad de capital.

Las debilidades del modelo de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), que se reflejaron a través de los “déficit gemelos”, que se desencadenaron en la década de los setenta, y no estuvieron relacionadas a la expansión financiera pública, sino a la desregulación financiera internacional y a la debilidad estructural externas de las economías de la región. La ruptura del sistema Bretton Woods generó crecientes influjos financieros externos a AL (especialmente en los países petroleros, México y Venezuela, y los exportadores de granos básicos que gozaron de términos de

intercambio favorables en los primeros años de la década de los setenta) vía créditos hacia los gobiernos de la región, con una tasa de interés reducida, que posteriormente aumentó (1979) y volvió impagable la deuda externa (1979). Ello fue acompañado de una creciente salida de capitales de los países en desarrollo en busca de ganancias financieras a los países desarrollados, cuyas tasas de interés eran mayores. Estas condiciones provocaron fuertes déficit externos en la región de AL que se agudizaron con la reversión de los términos de intercambio de las economías exportadoras de *commodities* (agrícolas y materias primas). Adicionalmente, como resultado de la crisis económica de los países desarrollados, cayeron las exportaciones, especialmente sus precios. Ello fue enfrentado con un creciente gasto público y control de los precios públicos, provocando fuertes déficit fiscales, que no pudieron ser neutralizados por la creciente fuga de capitales.

Finalmente, debe señalarse que AL padece una restricción externa estructural que impide la generación de sólidos encadenamientos productivos (Furtado, 1971 [1998]), lo cual provoca que las fases recesivas sean más profundas y, las fases de auge, más moderadas. Con base en lo anterior, CEPAL postuló la teoría de los términos de intercambio desiguales, resaltando que las importaciones son inelásticas en la relación demanda-precio y las exportaciones, elásticas en la relación demanda-ingreso (Prebisch, 1949 [1998]). El proceso de desregulación en AL tuvo varias etapas y, aunque ocurrieron en diferentes momentos, secuencias y niveles de profundidad (en función de los eventos políticos de la región y los grados de desarrollo industrial), todos los países atravesaron por procesos de privatización del sector productivo y financiero, desregulación, globalización económica y extranjerización del aparato económico, con fuerte dominación de las corporaciones transnacionales.

Este proceso se presentó teniendo como referencia la economía mexicana, cuya desregulación inició en 1970, con la legalización de los grupos financieros, a partir del cual emergió la banca universal (1974/1976), conjuntamente con la simplificación del coeficiente de encaje legal (menores tasas de encaje legal e igual para todos los bancos). Uno de los principales resultados de este proceso fue la instauración de estructuras oligopólicas en el sector bancario (Quijano, 1981). En la década de los ochenta se profundizó el proceso de desregulación, a raíz de la crisis de la deuda externa mexicana (1982), que revocó la política de encaje legal (1989) y las políticas de canalización selectiva de créditos. La estructura bancaria, aunque fue nacionalizada, incrementó su concentración, poniéndose gran énfasis en aumentar su eficiencia, lo cual se midió únicamente en términos de los rendimientos de la banca, debilitándose la función de otorgar financiamiento a sectores productivos y sociales prioritarios. En este mismo contexto, perdió presencia la banca pública y los fideicomisos de desarrollos, que redujo drásticamente la disponibilidad crediticia para el financiamiento del desarrollo ². En esos años también se cancelaron las políticas de diferenciación en las tasas de interés y en los descuentos de los títulos. Adicionalmente, se adoptó la política de requerimientos mínimos de capital, que obligó a los bancos a tener reservas de 8% (con relación a sus activos), posteriormente reemplazada por un esquema de ponderación de riesgos de los activos, adjudicando el mayor riesgo a los créditos, con base en el mismo monto de reservas (8% de los activos).

En este periodo se modificó la estructura del tipo de cambio, que oficialmente se volvió flexible a raíz de la crisis de 1982. Otro elemento central de este modelo fue la privatización de la actividad económica, que desnacionalizó casi todas las actividades donde

² Una gran diferencia los sistemas financieros brasileño y mexicano se encuentra en la fortaleza de la banca de desarrollo (Paula de, 2008).

intervenía el sector gubernamental, desplegándose el proceso de privatización de los riesgos por variaciones en los precios básicos. También tuvo lugar un proceso de desregulación en el comercio internacional que provocó la apertura comercial que inició con la incorporación de México al Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles (GATT) en 1985 y las firmas de múltiples tratados comerciales, siendo el Tratado de Libre Comercio de América del Norte el más relevante (TLCAN).

El segundo cambio estructural significativo está relacionado con la profundización del mercado financiero. En 1978 aparecieron los Certificados de la Tesorería (Cetes), los cuales en 1981 se volvieron negociables. A partir de 1983 cambiaron las formas de financiamiento público, restringiendo a 1% la participación del crédito interno neto en el presupuesto público (1984), incrementando la emisión y circulación de títulos de deuda pública, lo cual se realizó con base en el supuesto que menor crédito interno neto controlaría la inflación, teniendo resultados negativos en los años de la década de 1980 (la inflación alcanzó niveles por encima del 100%). Otro resultado contraproducente fue que los bonos gubernamentales se convirtieron en uno de los principales activos de los bancos comerciales y otras instituciones financieras no bancarias (fondos de pensiones privados y bancos de inversión) y, por consiguiente, fueron importantes fuentes alternativas de financiamiento, libres de todo riesgo. En este mismo contexto se otorgó autonomía al banco central (1994), donde se determinó que su única misión era la estabilidad financiera, o sea, la estabilidad de precios.

Otro cambio importante relacionado a la hegemonía del mercado financiero fue la creación de los inversionistas institucionales, resultado de la privatización del régimen de pensiones por reparto (Ghilarducci y Ledesma, 2000 y Uthoff, 1998), que en 1997 empezó a operar en México, así como la transformación de las

entidades públicas en corporaciones bajo la forma de sociedades anónimas. La gran limitante de este cambio institucional fue que dichas instituciones, así como los grandes conglomerados bancarios extranjerizados no estuvieron estrechamente ligados al mercado de valores local, manteniendo los títulos gubernamentales una gran participación en sus hojas de balance.

La tercera gran reforma fue la globalización financiera, cuyo objetivo, también, estuvo relacionado con el fortalecimiento del mercado financiero, en tanto promovió el desarrollo del mercado de capitales, como un espacio privilegiado de la intermediación financiera para el financiamiento de la producción. La apertura del mercado financiero doméstico, inicialmente, atrajo flujos financieros externos de portafolio que indirectamente generaron un aumento del índice de precios y cotizaciones y amplió las operaciones del mercado de valores mexicano (a cargo de agentes domésticos). Finalmente, el TLCAN, modificó la estructura de propiedad de la economía mexicana. Por un lado, como requerimiento previo al TLCAN se reformó la ley de inversiones extranjeras directas (1993) que permitió a los extranjeros invertir en casi todos sectores productivos, excluyendo energéticos, cuyo objetivo, entre otros, fue ampliar la entrada de la inversión extranjera directa, especialmente a fin de incrementar las operaciones el mercado accionario. Asimismo, el TLCAN amplió la participación del capital extranjero en el sector financiero, iniciada con la privatización de la banca en 1991. Ello provocó la extranjerización de casi todo el sector financiero, incluyendo la banca múltiple y las instituciones financieras no bancarias, donde se encuentran los fondos de pensiones, las compañías de seguros y la banca de inversión. En este mismo contexto, se desarrollaron las instituciones financieras de objeto limitado, denominadas Sofoles, que se crearon como resultado de la entrada en vigor del TLCAN, acompañado de la creación de la Sociedad Hipotecaria Federal

(2001), que es un banco de desarrollo de segundo piso y opera directamente con intermediarios financieros, otorgando financiamiento directo y garantías para profundizar el mercado de créditos primario y secundario de la vivienda, o sea, prestando recursos a las instituciones bancarias y, a su vez, realizó las funciones de formador de mercado. En 2006 se creó la Sofom, (Sociedades financieras de objeto múltiple, véase Guía para la Constitución de una Sociedad Financiera de Objeto Múltiple), que fue una entidad financiera no regulada cuya misión fue generar competencia con los bancos universales ³.

Los efectos de esos cambios estructurales fueron diversos. Primero, los objetivos de las políticas monetarias se desplazaron del crecimiento económico hacia la estabilidad macroeconómica, centrándose en el control de la inflación, lo cual provocó fuertes vaivenes en la tasa de interés o el tipo de cambio. Segundo, las variaciones de los precios fueron asumidas por el sector privado, en tanto el sector público se retiró de la intervención directa en la economía. Tercero, se implantó una estructura financiera basada en el mercado de capitales con un sector financiero no bancario estructuralmente débil, que no pudo asumir la función de intermediación financiera, acompañado de un sector bancario que tenía fuentes alternativas de rendimientos, que impuso mínimos altos al costo de los préstamos. Cuarto, pese a la fuerte extranjerización del sector productivo, la mayor parte de las grandes corporaciones que operan en México y las *translatinas* (transnacionales de origen latinoamericano), así como las corporaciones financieras internacionales, no estuvieron ligadas al mercado de capitales domésticos, manteniéndose relativamente superficial y angosto (pocos oferentes y demandantes), dominando por las operaciones realizadas por el capital extranjero.

³ El Banco de México admite que es muy difícil identificar los lazos patrimoniales entre las Sofomes y la banca universal (Banco de México, 2007, p. 110), lo cual, impediría generar competencia con la banca.

A manera de colofón puede señalarse que los resultados de estas grandes transformaciones estructurales fueron magros. Aunque se desplegó un periodo de expansión crediticia (1990-1994), éste fue muy inestable porque, por un lado, el costo del financiamiento fue alto debido a los riesgos crediticios sin garantías y, por otro, la apertura comercial y la extranjerización del aparato productivo redujeron el mercado interno, abriéndose las brechas entre los sectores modernos y autóctonos, reapareciendo la característica del subdesarrollo. Ello indujo una fuerte restricción crediticia y un nuevo destino al financiamiento, desplazándose del sector empresarial hacia la vivienda y el consumo.

Estructura del sistema financiero mexicano

Los principales instrumentos financieros relacionados con la innovación financiera de los mercados desarrollados aparecieron tardíamente en países en desarrollo. En México el mercado de derivados (MEXDER) surgió en 1997, aunque dichas operaciones están presentes desde los primeros años de la década de 1980, en el marco de la actividad bancaria y en mercados no organizados. La titularización de los activos (o *bursatilización*) tiene sus orígenes en la firma del TLCAN, con el desarrollo de las instituciones especializadas de inversión (Sofol) y la organización de formadores de mercado. La Sociedad Hipotecaria Federal (SHP) entra en operación en 2001, en tanto banca de desarrollo, la cual inicialmente sólo funcionaria hasta 2009. Posteriormente, se crearon instituciones privadas que reemplazarían a la SHP, como la Hipotecaria Total (Hito), cuyo objetivo era profundizar el mercado de deudas bursátil primario y secundario. Para entender el impacto de los cambios institucionales y de las innovaciones financieras en la estructura financiera y el financiamiento del desarrollo económico se deben analizar la organización institucional del sector financiero mexicano, seguido por la evolución de las

innovaciones financieras en México y, finalmente, reflexionar sobre el monto y destino del financiamiento al sector privado no financiero.

Con respecto a los cambios al interior del sector financiero, la primera observación es que, entre 1997 y 2007, tuvo lugar una reducción del sector, con respecto al producto, recuperándose levemente en los años de crisis (cuadro 1). Ello implica que la diversificación de las instituciones financieras tuvo un efecto contrario sobre el tamaño del sector. Un segundo elemento importante es el dominio del sector bancario en el sistema financiero, con una participación promedio de 79%, que presentó una tendencia descendente, con una pérdida de alrededor de 20 puntos con relación a los activos totales del sistema financiero. Esta reducción se debió fundamentalmente a la menor participación de la banca comercial en los activos totales (pasó de 66.5% a 53.7%, mientras que la banca de desarrollo perdió 7.8% y los fideicomisos públicos redujeron su participación en casi la mitad). Las Sofoles, (están subvaluadas porque no se toman en cuenta las Sofomes que aparecen en 2006), aunque duplicaron su participación, no pudieron revertir la menor participación del sector bancario, porque apenas representaron 0.8% de los activos (cuadro 1).

El sector de pensiones y el bursátil siguen en importancia, en un lejano segundo lugar, liderado por las Siefos y la banca de inversión, con una participación promedio de activos de 7.9% y 8%, respectivamente, y tasas de crecimiento medias anuales de 37% y 38.1%, respectivamente. El sector seguros también tuvo un incremento significativo, triplicando su participación en el sistema financiero, el cual, empero, no es muy significativo, en tanto no rebasó el 3.5% de los activos totales del sistema financiero.

Cuadro 1
Estructura de los recursos del sistema financiero mexicano
(sin instrumentos financieros derivados) 1997-2009 (%) *

	Activos totales/PIB	Sector bancario	Banca comercial	Sofoles	Seguros y fianzas	Sector Aux. de Crédito	Crédito popular	Sector Bursátil	Pensiones
dic-97	90.0	90.4	66.5	0.4	2.7	1.1	0.7	4.8	0.3
dic-99	84.5	87.1	65.3	0.7	2.9	0.8	0.5	5.3	3.4
dic-01	85.5	82.7	62.6	1	2.9	0.7	0.4	6.8	6.4
dic-04	76.9	77.6	56.1	1.3	3.9	0.8	0.5	7.3	9.8
dic-06	80.3	71.6	55.3	1.4	4.3	0.9	0.6	10.7	11.9
dic-07	83.0	70.4	56.0	1	4.5	0.4	0.6	11.7	12.4
dic-08	92.8	70.2	56.2	0.8	5.1	0.3	0.7	11.0	12.8
jun-09	109.1	67.5	53.7	0.8	5.2	0.3	0.6	13.5	12.9
PP ***	85.9	79.2	59.5	0.9	3.7	0.7	0.6	7.9	8.0
CV ***	9.8	9.9	8.1	32.5	24.4	35.0	17.0	38.1	54.0
TCMA **	1.6	-2.4	1.7	8.6	5.7	-10.6	-1.2	9.0	37.0

*A los activos totales se les restó el monto reportado de instrumentos financieros derivados**La participación se calcula considerando los activos de cada institución entre el total de activos del sistema financiero.***Se calcula para todo el periodo de 1997 a 2009.

PP: Participación promedio; CV: Coeficiente variación (desviación estándar entre la participación promedio). El PIB de 2008 y 2009 se calcula con base en tasas de crecimiento de la estructura en precios corrientes de 2003.

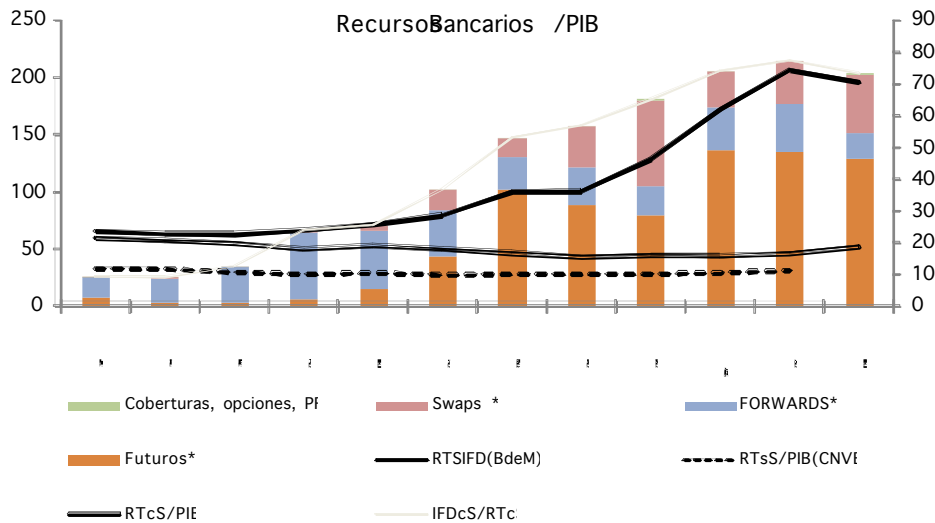
Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México, excepto información de sociedades de inversión y casas de cambio, que se obtuvo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Una primera conclusión es que la conformación de la estructura financiera basada en el mercado de valores tuvo lugar en un contexto de gran debilidad de las instituciones financieras no bancarias, no pudiéndose dinamizar la intermediación, ni siquiera bajo condiciones de inflación financiera. En Levy (2009) se sostiene que la particularidad del mercado de valores mexicano es que las ganancias financieras están relacionadas a movimientos de capitales externos, independientes del financiamiento de la producción. Incluso, la inflación financiera estuvo desligada de los intermediarios financieros domésticos, lo que provocó que el tamaño del mercado de valores (*turnover*) no estuviera relacionado con la capitalización del mercado de valores con relación al producto, situación que estuvo presente, en diferentes grados, en caso todos los sistemas financieros de América Latina (Stallings y Studart, 2006).

Con relación a las innovaciones financieras se debe señalar que se impusieron de manera tardía en los países en desarrollo, y la debilidad estructural de las instituciones financieras impidió que se profundizara y ampliara el mercado de valores y, al menos temporalmente, el financiamiento al desarrollo, como se verá más adelante. Los títulos *derivados* (futuros, forwards, opciones y swaps) no tuvieron un amplio impacto en el comportamiento de los bancos. Por el contrario, se redujo la actividad de la banca. De hecho, si se excluye a los subyacentes de los recursos totales de la banca (cálculo provisto por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores) se observa un proceso de desbancarización, (gráfica 1). Los instrumentos derivados más dinámicos en términos de los activos totales de la banca comercial (incluidos los subyacentes) han sido los forwards, seguido por los *futuros* y los *swaps*, los cuales, en su conjunto triplican la relación de los activos al producto, cálculo previsto por el Banco de México (BANXICO) (gráfica 1).

Considerando los títulos derivados de los sectores (casas de bolsas, interbancarios y el público en general) y de diferentes sectores (interbancarios, con el público, e instituciones financieras no bancarias) que incluyen operaciones de los mercados organizados (MEXDER) y extra-bursátiles (OTC) (se omiten las operaciones de títulos derivados con base en acciones y en el índice de precios al consumidor), se observa una tendencia alcista. En moneda nacional, los títulos derivados por forwards y swaps de tasa de interés aumentaron de 132 a 352 billones de pesos (bdp), lo cual representó una tasa media anual de crecimiento 39.2%; mientras que las operaciones de títulos derivados en dólares por swaps cambiarios y tasas de interés (en futuros forwards y swaps) pasaron de 232 miles de millones de pesos (mmdp) a 3613 bdp, lo cual implicó una tasa de crecimiento media anual 149.7% (cuadro 2).

Gráfica 1
Recursos totales de la banca y la participación de los instrumentos fin



RTSB: Recursos totales sin instrumentos financieros derivados, calculado por banco de México. RTsS: Recursos totales sin subyacentes, publicado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. * Se calculan con base en los recursos totales, incluidos los subyacentes

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México y Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Desde 2006, tienen una participación creciente los swaps cambiarios, en montos superiores al 80% con respecto a las operaciones en moneda estadounidense (cuadro 2).

La *bursatilización* de activos, una práctica fundamental de las innovaciones financieras, inició en 2001, con la aparición de los certificados bursátiles. La primera *bursatilización* fue realizada por una entidad pública (Municipio de Aguascalientes, 11 de diciembre del 2001) y, por parte del sector privado, ésta fue realizada por una Sofol. Estas prácticas financieras se concentraron en dos actividades, créditos hipotecarios y peajes de las carreteras

Cuadro 2
Instrumentos financieros derivados en diversos mercados

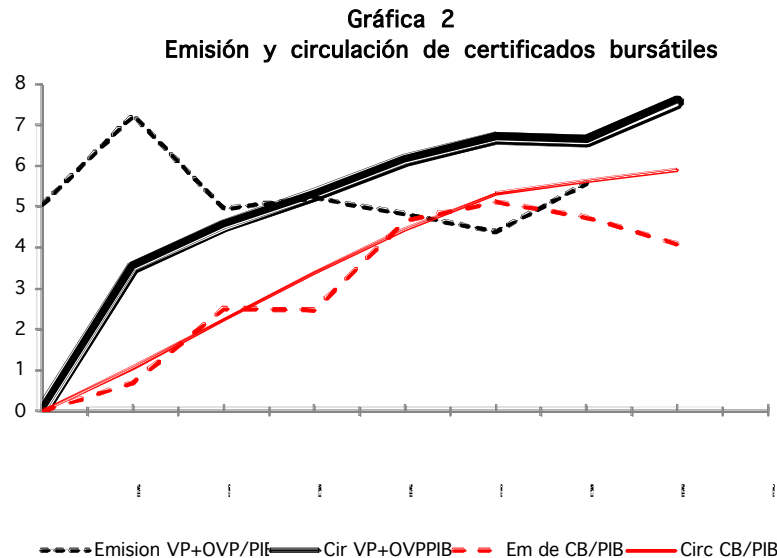
	Swaps Cambiarios (usd)*	Tasa de interés: futuros, forwards y swaps (usd)	Total (Millones de dólares)	Tasa de interés: futuros, forwards y swaps
	Porcentaje			Mil. de pesos
dic-05	0.0	100.0	232,196	130,933,998
dic-06	89.7	10.3	2,600,318	247,308,611
dic-07	87.2	12.8	3,302,445	301,937,144
dic-08	80.0	20.0	3,612,879	352,819,501
TCM			149.7	39.2

Fuente: Elaboracion propia con base en datos del Banco de México y del Mercado de derivados y cambiarios

concesionadas (Reporte del Sistema Financiero Mexicano, 2006, p 47). Los valores privados y otros bonos públicos fueron la base de la *bursatilización* de los activos, los cuales, entre 2001 y 2008, apenas representaron el 5.4% con relación al PIB, correspondiendo 4.7% y 0.6%, al sector privado y público respectivamente. Ello indica que el sector privado ha dominado esta actividad, siendo las empresas, las instituciones que emiten más bonos (en promedio representaron el 64%), seguidas por las instituciones financieras no bancarias (36%), las cuales, empero, duplicaron su participación, pasando de 13% a 40% entre 2002 y 2009.

Por su parte el sector público, a través de otros valores públicos, tuvo como principal emisor las empresas descentralizadas (donde está Pemex), representando 61% del total de emisiones del sector público, seguidas por Farac, programas de rescate carretero, con 22%, los estados con 17%, y los municipios apenas emitieron 0.5% de otros valores públicos. La proporción de certificados bursátiles con respecto al total de valores privados y otros bonos públicos tuvo una tendencia ascendente. En 2002 se *bursatilizó* alrededor de 49% del total de los bonos emitidos, alcanzando, en 2008 el 94%; y en términos del PIB, la *bursatilización* de los activos pasó de 2.5% en 2002 a 5.2% en 2008, con un promedio de 3.6%. Finalmente, la relación entre emisión y circulación de los títulos indica una relación ascendente, especialmente a partir de 2004,

cuando la circulación es superior a la emisión (gráfica 2), existiendo una relación mucho más estrecha entre la emisión y la circulación de certificados bursátiles.



VP: Valores privados, OVP: Otros valores públicos, CB: Certificados bursátiles; Em: Emisión, Circ: Circulación.
 Fuente: Calculo propio con base en Banco de Mexico,
 Colocaciones Mensuales de Valores Privados y Otros Valores Públicos, 21/10/2009
 Saldo en Circulación de Valores Privados y Otros Valores Públicos, 23/10/2009

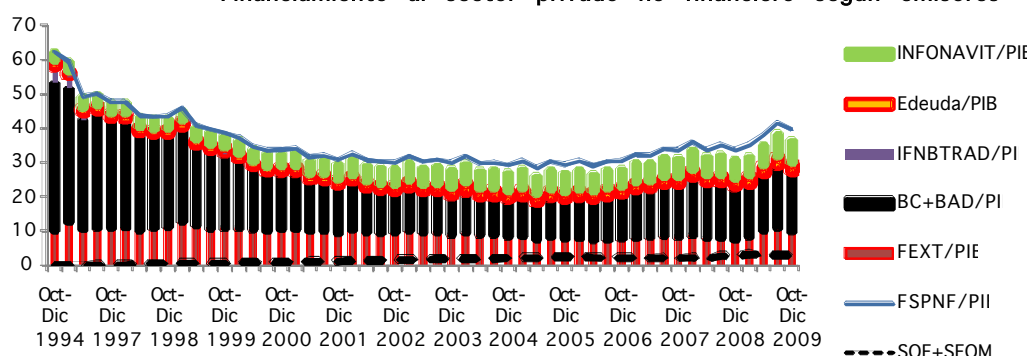
A manera de resumen, se puede señalar que las transformaciones institucionales y las innovaciones financieras redujeron el tamaño del sistema financiero con relación al producto, manteniendo la supremacía del bancario, particularmente de la banca comercial, sin incrementar de manera drástica las instituciones financieras no bancarias ni las Sofoles. En términos de los títulos *derivados*, estos incrementaron significativamente su participación en el sector bancario, acompañados de menores actividades en las otras funciones del sector bancario, generándose especulación financiera, especialmente con el tipo de cambio, en 2008, que provocó fuertes pérdidas en 2009. Finalmente, debe resaltarse que la titularización estuvo concentrada en el sector privado, fundamentalmente por las empresas, adquiriendo importancia las

empresas financieras no bancarias y, quizás lo más relevante, no logró activar el mercado bursátil.

Financiamiento al sector privado no financiero

Una de las particularidades más importantes del sistema financiero mexicano, a diferencia de los países desarrollados, es que el financiamiento al sector privado no financiero se redujo con respecto al producto, pasando de 62% a 40% entre el último trimestre de 1994 y el segundo semestre de 2009 (gráfica 3). Las instituciones que tienen mayor participación en el financiamiento son la banca comercial y de desarrollo, con un promedio de aportación de 17% con relación al PIB, cuyo máximo fue de 43% en el último trimestre de 1994, con un mínimo 7.4% en el último trimestre de 2004. Se resalta que en el periodo de crisis, octubre-diciembre 2008 a marzo-junio 2009, el crédito bancario incrementó levemente (gráfica 3). La segunda fuente de financiamiento proviene del sector externo (financiamiento externo directo y colocación de deuda en el exterior), con un promedio de 9% en el periodo, sin fuertes oscilaciones en el periodo. Sigue en importancia Infonavit (4.8%) que es una institución financiera no privada, avalada por el SHCP, que triplicó su participación con respecto al PIB, resultado de un acuerdo político. El resto de las instituciones financieras no bancarias tuvieron una participación reducida, tanto las tradicionales, donde se encuentran las instituciones de Factoraje, Arrendadoras, Uniones de Créditos, SAP's, con un promedio de 0.9% del financiamiento con relación a la producción. Por su parte, las Sofoles y Sofomes aunque tuvieron tasa de crecimiento acelerados en la emisión de créditos, representaron apenas 1.7% del producto; lo mismo aplica a la emisión de deuda en el mercado de valores interno (gráfica 3).

Gráfica 3
Financiamiento al sector privado no financiero según emisores



Edeuda: Emisión de deuda en el mercado doméstico

IFNBTRAD: Instituciones financieras no bancarias, tradicionales

BC+BD: Banca comercial y banca de desarrollo

FEXT: Financiamiento externo, contiene inversión extranjera directa y colocación de deuda en el exterior

FSPNF: Financiamiento al sector privado no financiero

SOF+SFOM: Sofoles y Sofomes

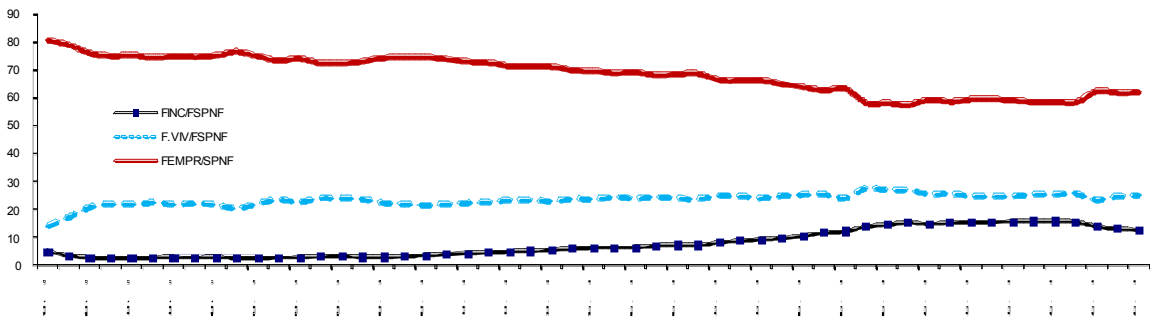
Fuente: Cálculos propios con base en Banco de México, Financiamiento e información financiera de intermediarios financieros

La redistribución del financiamiento hacia las diferentes actividades tuvo un fuerte cambio, afectando principalmente al sector empresarial y las familias con actividades empresariales, reduciéndose en alrededor de 20 puntos porcentuales con relación al financiamiento del sector privado no financiero, y cayendo a la mitad con respecto al producto interno bruto (gráfica 4a y 4b). De manera opuesta, el monto de financiamiento al consumo con respecto al financiamiento del sector privado no financiero casi se cuadruplicó, mientras que el financiamiento del consumo con respecto al producto sólo se duplica. Finalmente, el financiamiento a la vivienda con respecto al financiamiento del sector privado no financiero casi se duplicó, mientras que el financiamiento del sector con respecto al producto se mantiene relativamente constante, (gráfica 4a y 4b).

Se puede concluir esta sección señalando que los cambios en el sistema financiero y el despliegue de las innovaciones financieras no fueron funcionales al crecimiento económico, en tanto la liquidez fue acompañado de menores niveles de financiamiento. En México tuvo lugar una restricción crediticia que limitó el

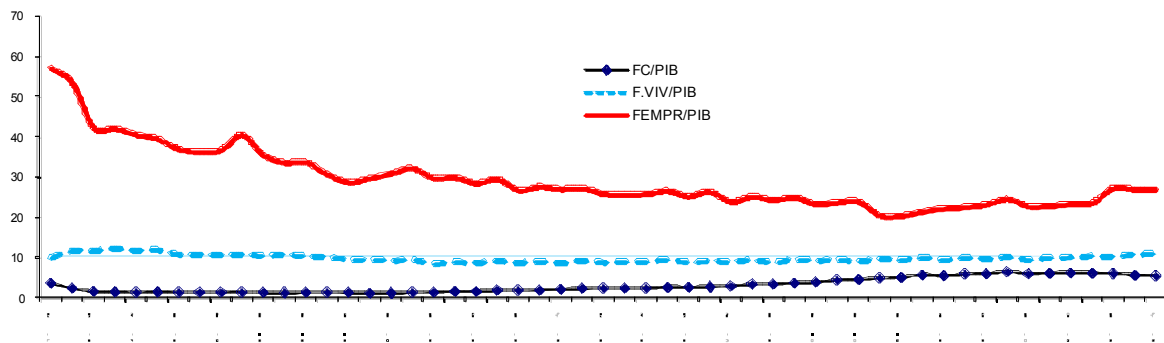
crecimiento del producto y restringió el mercado interno que volvió altamente dependiente el desarrollo económico a la demanda externa.

Gráfica 4a
Financiamiento al sector privado no financiero según destino en relación al financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales (metodología 2003)



FC: Financiamiento al consumo, F.Viv: Financiamiento a la vivienda, FEMPR: Financiamiento a las empresas
Fuente: Cálculos propios con base en Banco de México e información financiera de intermediarios financieros
Financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales (metodología 2003)

Gráfica 4b
Financiamiento al sector privado no financiero según destino en relación al PIB



FC: Financiamiento al consumo; F.Viv: Financiamiento a la vivienda, FEMPR: Financiamiento a las empresas
Fuente: Cálculos propios con base en Banco de México e información financiera de intermediarios financieros
Financiamiento al sector privado del país, bancario y otras fuentes principales (metodología 2003)

Conclusiones

El sistema financiero mundial atravesó por profundos cambios institucionales en las últimas tres décadas, reapareciendo las instituciones financieras no bancarias, que borraron las fronteras

entre la actividad de la banca de inversión y de la banca comercial. Adicionalmente, se activó el mercado de valores, modificando no sólo las estructuras financieras de los países desarrollados, sino que también se impuso en los países en desarrollo un sistema financiero basado en el mercado de capitales. En este contexto tuvo lugar un fuerte incremento de la liquidez porque se volvieron líquidos activos estructuralmente ilíquidos, como ha sido el caso de los créditos. Cabe resaltar que la liquidez fue mayor que la producción debido al cambio en la distribución de las ganancias, lo cual limitó la destrucción de deudas.

Una larga cadena de instituciones financieras apareció como nuevo actor en la disputa por la distribución de las ganancias, siendo sus principales representantes los bancos, las entidades crediticias especiales, la banca de inversión, las agencias calificadores de riesgos, los inversionistas institucionales. El sector financiero, particularmente, el bancario, en la lucha por la apropiación de las ganancias, incrementó la emisión de financiamiento en un ambiente de desregulación que desatendió la solvencia de los prestatarios, generándose una gran inestabilidad financiera que provocó la segunda gran crisis financiera de las economías desarrolladas. Los riesgos matemáticos no pudieron reemplazar el conocimiento que los bancos tienen sobre sus clientes. Por consiguiente, aumentaron los créditos en un entorno de inseguridad sobre el cumplimiento de los pagos. Adicionalmente, los riesgos se esparcieron entre los participantes del mercado, generando un gran efecto contagio que impidió desplegar políticas regulatorias para evitar prácticas, incluso fraudulentas.

Una conclusión importante es que los nuevos arreglos financieros de los países desarrollados indujeron una creciente inestabilidad porque se requería una mayor liquidez para hacer frente a los compromisos financieros. Tuvo lugar un incremento de ganancias

financieras en un contexto de estabilidad de precios en el sector productivo, que contrajo, en términos reales, el valor agregado del sector real, generando un conflicto entre la creación y distribución de las ganancias. En países en desarrollo, particularmente en México, fueron débiles los procesos de las innovaciones financieras y la profundización del sistema financiero, en tanto las instituciones financieras no bancarias no se fortalecieron y el sector bancario se debilitó, diversificando sus actividades. Hubo una menor demanda crediticia por la oligopolización del sector productivo, acompañado por crecientes costos financieros debido a la concentración del sector bancario. Las comisiones y las tarifas se volvieron importantes fuentes de utilidades en el sector bancario que, emergieron a partir del sistema de pagos (pagos por comisiones por uso de cajeros automáticos, cheques rebotados, etc.), las cuales, fueron acompañadas por márgenes financieros crecientes. Por otra parte, aunque crecieron los valores privados y los valores públicos sujetos a *bursatilización*, el monto no fue significativo ni expandió el monto del financiamiento.

Por consiguiente, otra conclusión importante es que las bases del sistema financiero no crearon las condiciones para ampliar el gasto de la inversión productiva, limitando el crecimiento potencial de los países en desarrollo, debido a la restricción crediticia al sector productivo, que reemplazó la crisis financiera de los países desarrollados por el estancamiento económico de los países en desarrollo.

Una tercera conclusión es que volvió a emerger la especialización bancaria con procesos de especialización financiera, donde los bancos se concentraron en el financiamiento al consumo, mientras instituciones financieras no bancarias se especializaron en el financiamiento a la vivienda. El financiamiento al sector empresarial y a las familias con actividad empresarial fue tripartito, dividiéndose entre el sistema bancario (otorgando financiamiento

sólo a las grandes empresas), el sector externo y la emisión de deuda y acciones. Nótese que ninguna de estas fuentes de financiamiento se canalizó a la pequeña y mediana empresa, dejando a estas últimas a merced del sector del financiamiento de los proveedores, el cual exige que se reduzcan los costos salariales para reducir precios, lo cual redujo el mercado interno.

Una cuarta conclusión, es que México no experimenta una crisis financiera sino que experimenta una restricción crediticia que es resultado de menores demandas de créditos y altos costos financieros. Ello provoca reducidas tasas de crecimiento del producto y altos niveles de desempleo. Finalmente, se debe resaltar que las condiciones financieras generan espacios para canalizar recursos a actividades consideradas importantes. Este ha sido el caso de Infonavit, que ha emitido casi el 60% del financiamiento del sector que se ha canalizado a personas de ingresos bajos y medianos, pudiéndose aplicar al sector industrial, en un contexto de política industrial con fuertes encadenamientos productivos domésticos.

Se concluye señalando que el mercado de capitales pese a estar sujeto a un proceso de profundización financiera no tuvo un papel importante en el financiamiento del producto. Se diversificaron los intermediarios financieros sin que las innovaciones financieras pudieran desplegarse de manera generalizada, y a la vez se debilitó la estructura financiera basada en el mercado de créditos, sin que las nuevas instituciones financieras privadas pudieran asumir de manera eficiente y funcional el financiamiento al sector productivo

Bibliografía

- Banco de México (2007), *Reporte sobre el sistema financiero*, 2006, www.banxico.org
- Eatwell, J. and L. Taylor (2000), “Global Finance at Risk” The New Press. New York, US.

- Furtado C. 1971 [1998]), “Desarrollo y Subdesarrollo” en *Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL*, Texto seleccionados, R. Bielschowsky (editor), FCE-CEPAL, 229- 242
- Ghilarducci T. and P. Ledesma (2000), “Unions’ role in Argentine and Chilean pension reform”, *World Development*, Vol. 28, No. 4.
- Guttman R. (2007) “The Collapse of Securitization: From Subprimes to Global Credit
- Keynes J.M. (1937) *Alternative theories of the rate of interest*, republished in *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vole XIV, D. Moggridge (editor), Macmillan, London, 1973. pp. 201 -214.
- Kregel, J. (2008a) *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*, Working Paper No. 530, The Levy Economics Institute of Bard College, www. Levy.org
- Kregel, J. (2008b), “Minsky’s cushions of safety: Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market” Public Policy Brief No. 93, 2008, The Levy Economics Institute of Bard College, www. levy.org
- Lavoie, M (2003), “A primer on endogenous Credit-Money” *Modern Theories of Money*, Rochon, L. P. and S. Rossi (editors), Edward Elgar, 2003, pp. 506-543
- Levy, N. (2008), “Instituciones financieras para el desarrollo económico: Comparación del periodo de “sustitución de importaciones” y el “secundario exportador” en *Cincuenta Años de Políticas Financieras para el Desarrollo en México, (1958-2008)*, Mantey M.G. and N. Levy (editors), capítulo 6, en prensa.
- Levy, N (2009) “La estructura financiera basada en el mercado de capitales y la disponibilidad de financiamiento en la economía mexicana” en *Economía Informa* Noviembre – Diciembre.
- LiPuma, E. and B. Lee (2004) *Financial Derivatives and the Globalization of Risk*, Duke University Press, Durham & London
- Noyola J. F. 1957[1998]. “Inflación y Desarrollo Económica en Chile y México” en “Cincuenta años de pensamiento en la CEPAL”, Texto seleccionados, R. Bielschowsky (editor), FCE-CEPAL, 275-286.
- Paula de L. F (2008) “El sector financiero, la reciente expansión del crédito y el financiamiento de largo plazo en Brasil” en *Economía Informa* N355, diciembre, pp. 74-90.
- Parguez A. M Seccareccia (2000) “The credit theory of Money: the monetary circuit approach”, en *What is money?*, Smithin J. (editor) Routledge, Canada and the USA, pp. 101-123

- Prebisch, R. 1949 [1998] “El desarrollo económico en América Latina y algunos de sus principales problemas” en “Cincuenta años pensamiento en la CEPAL”, Texto seleccionados, R. Bielschowsky (editor), FCE-CEPAL, 69-129
- Quijano J. M. (1981), *México: Estado y Banca Privada*, CIDE Ensayos, México.
- Rochon, L.P. (2006) “ Endogenous money, central banks and the banking system: Basil Moore and a return to Horizontalist Roots” in Complexity, endogenous money and macroeconomic theory, M. Setterfield (coordinator), Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham. pp. 170-186.
- Russell, E. (2008) *New Deal banking reforms and Keynesian welfare capitalism*, New York, Routledge.
- Stalling B. and R. Studart (2006) *Finance for development. Latin America in comparative perspectives*, Brookings institutions press, United Nations, CEPAL.
- Toporowski, J. (2000), *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*, Routledge Frontiers of Political Economy.
- ----- (2008), *La economía y la cultura de la dependencia de la economía financiera*”, *Economía Informa*, N. 355, noviembre-diciembre, 2008.
- Uthoff A. (1998), “Fondos de pensiones, el financiamiento de los costos de transición y el desarrollo de los mercados financieros. En Lecciones de la reforma de privatización en Chile”, A. B. García and A. H. Cote-Grabd (Eds.), *Pensiones en América Latina: Dos Décadas de Reforma*, OIT, Ginebra.

Fecha de entrega: mayo 2009

Fecha de aprobación: septiembre 2009