

La inversión colectiva, un instrumento de cambio para el sistema financiero mexicano

JORGE RAMÓN SILVA GARCÍA *

RESUMEN: La evidencia demuestra que en México el sistema financiero ha dejado de interesarse en captar los recursos de los pequeños ahorradores, quienes no encuentran alternativas atractivas para colocar sus excedentes monetarios. A pesar de la creciente necesidad de financiamiento por parte de las pequeñas y medianas empresas (Pymes). Ante este escenario, las Instituciones de Inversión Colectiva podrían convertirse en una importante opción para los pequeños inversionistas, pero más importante es su función, una adecuada regulación y mayor cultura financiera por parte de los usuarios de los servicios financieros, podrían hacer de ellas un instrumento de cambio en el sistema financiero mexicano, fuente de financiamiento para las Pymes y estímulo del crecimiento económico.

PALABRAS CLAVE: instituciones de inversión colectiva, sistema financiero mexicano, crecimiento económico.

ABSTRACT: Evidence shows, in Mexico, the financial system has become to not interesting for the little savers resources, who do not find attractive alternatives to put their monetary excedents. This fact, although the increasing need for financial resources to the small and medium enterprises (SME). In front this environment, Institutions of Collective Investment can become a very important option for the little investors but, what is most important, their function, adequated regulation and a strong Financial Culture for the financial services users, can make them one instrument for change in the mexican financial system, source of financial resources to the SME and support to the economic growth.

KEYWORDS: institutions of collective investment, mexican financial System, economic growth.

Ni las regulaciones, ni la memoria constituyen una protección perfecta contra la voluntad de engañarse o engañar a otros. Si la gente está convencida de sus propias capacidades mágicas o de las de otros, debe ser separada de su dinero.

John Kenneth Galbraith, *El Crac del 29*.

El sistema financiero

El sistema financiero es un mecanismo mediante el cual los ahorradores e inversionistas que tienen excedentes monetarios canalizan sus recursos a empresas o gobiernos, con el objeto de financiar sus actividades, logrando asignar los recursos de una manera más óptima.

* Profesor del Departamento de Economía Financiera, Escuela Superior de Economía, IPN.

Los intermediarios financieros obtienen recursos a través del sistema financiero, mediante aportaciones de los ahorradores o inversionistas que canalizan a nuevos inversionistas como créditos por montos menores; el desarrollo de este dispositivo ordena los plazos de vencimientos para dichos créditos, diversificando riesgos, al transferirlos del emisor al ahorrador.

Las empresas o gobiernos pueden financiar sus actividades a través de la emisión de valores, que se ofrecen a grandes inversionistas, en forma directa (emisión primaria) o bien, a los ahorradores en operaciones de corto o largo plazo (deuda u obligaciones).

Por su parte, los bancos como intermediarios financieros y grandes inversionistas adquieren y ofrecen los valores antes descritos a diferentes ahorradores como instrumentos de menor riesgo y poca rentabilidad, ejemplo de ello, son los depósitos a la vista o las inversiones a largo plazo.

En los mercados financieros se lleva a cabo la compra y venta de valores o activos financieros, se clasifican, por su origen en mercados primarios y secundarios; según el plazo a vencimiento en mercados de *dinero* y de *capitales*.

En un mercado primario, los gobiernos o empresas que requieren financiamiento emiten activos, cuyo plazo de vencimiento es menor a un año y toman recursos

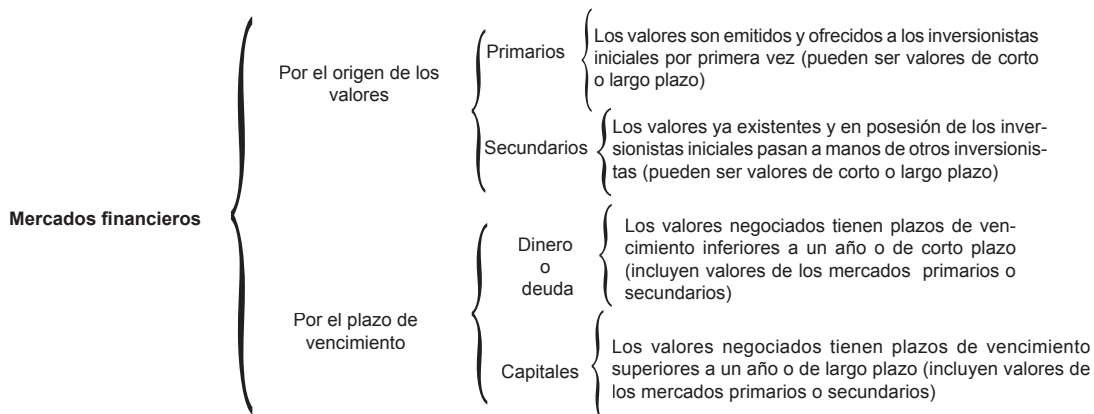
directamente de los inversionistas. En un mercado secundario o de capitales, esos activos cambian de un inversionista que requiere liquidez a otro mediante su compra o venta, su vencimiento es mayor a un año. Da como resultado que en el sistema financiero sus participantes cuenten con liquidez.

En México, los Certificados de la Tesorería (CETES), el papel comercial, las aceptaciones bancarias, el pagaré bancario bursátil, los Certificados de Depósito (CEDES), los reportes sobre valores gubernamentales, entre otros, son activos financieros que se negocian en el mercado del dinero.

En el mercado de capitales se negocian acciones comunes, acciones de Sociedades de Inversión, certificados de participación, obligaciones societarias, así como bonos gubernamentales, tales como Bonos de Desarrollo (Bondes), Bonos denominados en Unidades de Inversión o UDI's (Udibonos), bonos de tasa fija, bonos (UMS), etcétera.¹

La captación bancaria y su remuneración en México

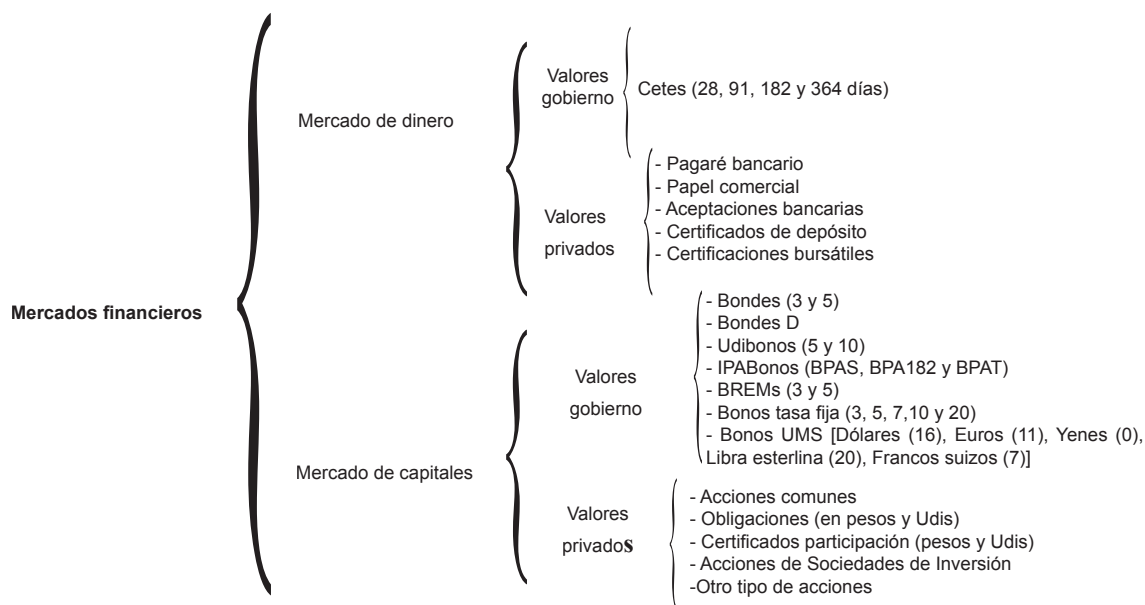
Los inversionistas o ahorradores al proporcionar sus recursos a empresas o gobiernos que necesitan financiamiento, los ofrecen a cambio de que se pague una tasa de interés (mercado de dinero), o bien, dividendos o intereses en el mercado de capitales.



En México, la desigual distribución de la riqueza, el bajo poder adquisitivo, las bajas tasas de interés que pagan los intermediarios financieros y una escasa cultura financiera entre los ahorradores e inversionistas, explican el mínimo grado de desarrollo en el sistema bancario, comparado con algunos países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), de la que México es miembro desde mediados de los años 90.

Mientras que en nuestro país se efectúa 86% de las operaciones en efectivo y se cuenta con 129 cajeros automáticos por cada millón de habitantes, en países como Estados Unidos, Canadá, Francia, Japón, Reino Unido e Italia, existen sistemas financieros altamente sofisticados e innovadores, donde los usuarios realizan entre 65 y 75% de sus operaciones con cheques o tarjetas de crédito; en Suecia, Bélgica y Alemania 55% se lleva a cabo como transferencias electrónicas. Por otra parte, España y Alemania disponen de mil 230 y aproximadamente 850 cajeros por millón de habitantes, respectivamente.

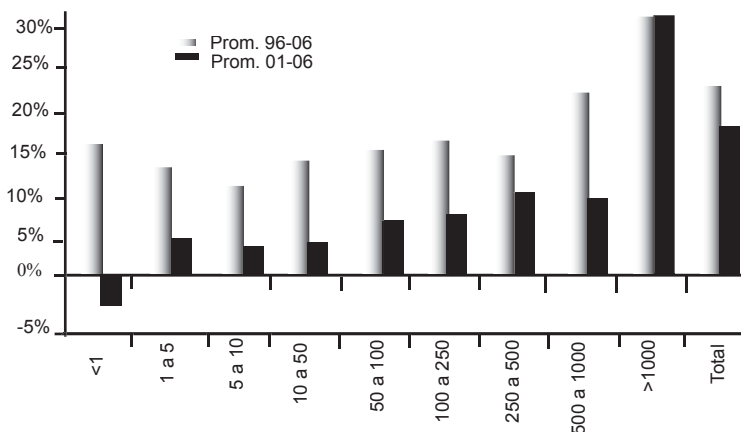
¹ Los bonos gubernamentales, emitidos a plazos iguales o superiores a los tres años y en diferentes divisas.



Para entender mejor esta situación, durante el periodo 1996-2006, se debe tomar en cuenta que en México la captación bancaria total creció en promedio 22% anual; aún cuando del año 2001 al 2006, la tasa de crecimiento promedio se redujo a 17%.

El gráfico siguiente muestra, según el Banco de México, la captación de la banca comercial relativa a depósitos menores a los mil pesos creció a una tasa promedio de 15%, mientras que los recursos captados en los rangos correspondientes al millón de pesos registraron una tasa de crecimiento sostenida de 30% en promedio anual, durante toda la década. Destaca que a partir del año 2001, la captación inferior a los mil pesos no creció, se redujo 3%, en promedio.

Gráfica 1
Captación de la banca comercial
(promedio variación % anual)



Nota: Rangos en miles de pesos.
Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Estas cifras evidencian que el sistema bancario se concentra en captar los recursos de los inversionistas o ahorradores de mayores recursos y pierden interés en los pequeños, principalmente se agudizó durante la segunda mitad del periodo que nos ocupa.

El comportamiento del importe que pagan los bancos a los ahorradores, conocido como captación bancaria se debe entender, por una parte a través del análisis de dos tasas que constituyen una referencia acerca de los pasivos de la banca comercial: el Costo Porcentual Promedio (CPP) y el Costo de Captación a Plazo (CCP); el primero incluye los depósitos a plazo, pagarés con

rendimiento liquidable al Vencimiento (PRLV), aceptaciones bancarias, papel comercial con aval bancario y otros depósitos, excluye los depósitos a la vista y las Cuentas de Ahorro. El segundo, considera todos los pasivos a plazo en moneda nacional de la banca múltiple.

En México, el Costo Porcentual Promedio y la Captación a Plazo se mantiene por debajo de las tasas de los Certificados de Tesorería (CETES), considerando como un instrumento en el que los intermediarios financieros suelen invertir su captación para reducir riesgos cuando no la destinan a otorgar créditos.

Cuadro 1
Costo de captación bancaria comparada en CETES

Año	CCP	CCP	CETES	CCP-CETES	CCP-CETES
1996	30.9%	30.7%	31.38%	- 0.46%	-0.67%
1997	20.0%	19.1%	19.81%	0.23%	-0.68%
1998	22.4%	21.1%	24.80%	-2.42%	-3.71%
1999	20.9%	19.7%	21.40%	-0.51%	-1.67%
2000	14.6%	13.7%	15.25%	-0.65%	-1.55%
2001	11.0%	10.1%	11.31%	-0.35%	-1.19%
2002	6.2%	5.4%	7.09%	-0.92%	-1.72%
2003	5.1%	4.5%	6.23%	-1.08%	-1.77%
2004	5.4%	4.6%	6.82%	-1.40%	-2.19%
2005	7.6%	6.5%	9.20%	-1.56%	-2.74%
2006	6.1%	5.1%	7.19%	-1.14%	-2.05%

Fuente: Banxico.

Entre 1996 y 1997, ambos costos eran inferiores en poco menos de un punto porcentual a los CETES; en el caso de la CPP la brecha creció hasta alcanzar, en el lapso de 2004 a 2006 una diferencia mayor a los dos puntos porcentuales, con ello el margen de intermediación tuvo un crecimiento.

Si bien el CCP y el CPP permiten tener una idea de los costos de la banca comercial, que representan su costo total, éstas no son las tasas que perciben los ahorradores a cambio de aportar sus recursos, toda vez que en ellas se incluye lo que la banca paga a los grandes inversionistas –incluidos los institucionales y tesorerías corporativas–, quienes por los montos que manejan como excedentes negocian una tasa mayor a la de los pequeños inversionistas, generando un sesgo en la tasa.

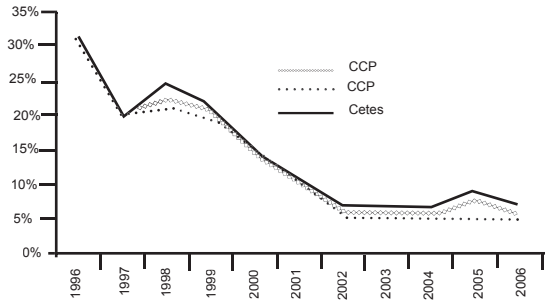
La captación bancaria también se puede analizar por medio de una evaluación de su costo, se lleva a cabo únicamente en sus productos de inversión. Entre los productos de inversión que la banca comercial y las

pocas instituciones de banca de desarrollo que existen en el país ofrecen al público para captar recursos en forma directa, se encuentran las cuentas de ahorro, de cheques o maestras, los preestablecidos, el Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento (PRLV) y los Certificados de Depósito (Cedes) o depósitos a plazo, sean en moneda nacional o Unidades de Inversión (UDI's).

Las cuentas de ahorro y de cheques son instrumentos o depósitos a la vista, que por ofrecer garantía al inversionista puede disponer de ellos en cualquier momento, y son remuneradas con tasas de interés muy bajas, alrededor del 1% anual, es un caso similar al de los Preestablecidos.

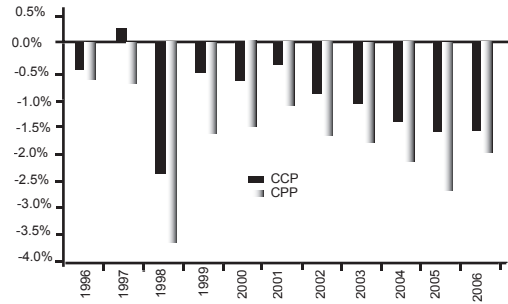
En los instrumentos de inversión más comunes, PRLV y CEDES, principales productos de la banca comercial para captar recursos a plazo, las tasas de interés siempre son inferiores a los CETES. En el caso del PRLV de 28 días, la diferencia en promedio es de poco más de cinco puntos porcentuales.

Gráfica 2
Tasas pasivas-CETES
(Promedio)



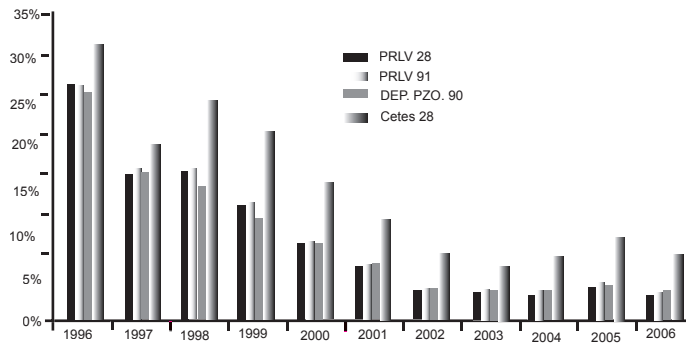
Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Gráfica 3
Diferencias tasas pasivas-CETES
(Promedio)



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

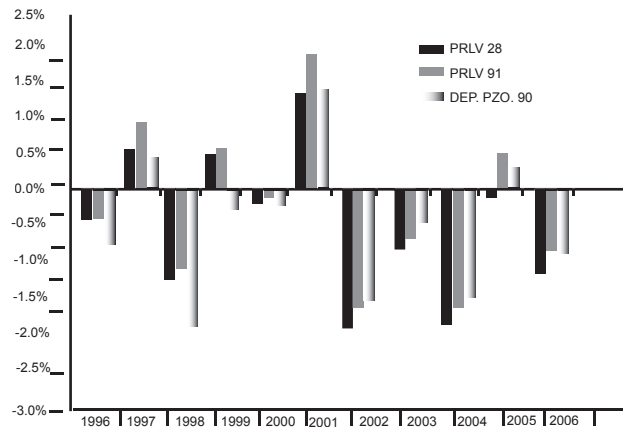
Gráfica 4
Tasas PRLV y depósitos a plazo



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Si dichas tasas son comparadas con la inflación, resulta que las tasas pasivas, en la mayoría de las ocasiones, son reales negativas, es decir al invertir en instrumentos bancarios, el pequeño inversionista pierde poder adquisitivo.

Gráfica 5
Tasas reales PRLV y depósitos a plazo



Fuente: elaboración propia con datos de Banxico.

Datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)² muestran que en México seis instituciones concentran 87% de la captación total.³ De éstas, de 1999 a 2006, la institución que mejor remuneraba a los ahorradores es Banco Santander. Por su parte, la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de los Servicios Financieros (Condusef), indica que la banca de los grandes grupos financieros se encuentra entre las instituciones cuya captación es de las de menor costo, es decir entre los que menos pagan a los ahorradores.

Cuadro 2
Costo promedio de captación
(promedio anual)

Año	Bancomer	Banamex	Santander	HSBC	Scotiabank	Banorte	Cetes 28	INPC
1999	11.95%	11.35%	14.61%	11.09%	0.00%	12.39%	21.40%	12.32%
2000	10.38%	9.50%	12.67%	8.04%	10.72%	12.07%	15.25%	8.96%
2001	6.72%	6.21%	9.28%	4.85%	7.76%	7.82%	11.31%	4.40%
2002	4.18%	3.75%	5.91%	3.20%	4.97%	5.21%	7.09%	5.70%
2003	5.113%	4.47%	6.57%	3.46%	5.45%	6.34%	6.23%	3.98%
2004	3.48%	3.16%	5.27%	2.43%	4.12%	4.57%	6.82%	5.19%
2005	4.48%	4.13%	6.76%	3.56%	5.91%	4.51%	9.20%	3.33%
2006	3.28%	3.43%	4.99%	2.88%	4.82%	3.39%	7.19%	4.05%

Fuente: CONDUSEF y Banxico.
Septiembre 2006.

Al comparar las tasas que paga la banca respecto a los CETES, se observa que todas las instituciones remuneraban su captación muy por debajo de éstos. Nótese la brecha que existe entre los CETES y el costo de captación de cada institución, tan sólo en Santander, quien mejor paga, la diferencia promedio es de 2.3 puntos porcentuales por debajo; mientras que para HSBC es de 5.58 puntos porcentuales.

Entre 1996 y 2006, solamente en cuatro años los instrumentos bancarios produjeron rendimientos superiores a la inflación, al comparar lo que ha pagado la banca con referencia a las tasas de inflación, aquéllas con frecuencia son inferiores, lo que implica que las tasas reales generalmente sean negativas. Para el caso de Banco Santander, en promedio, ha sido de 2.14%, y en HSBC de -0.95% en promedio.

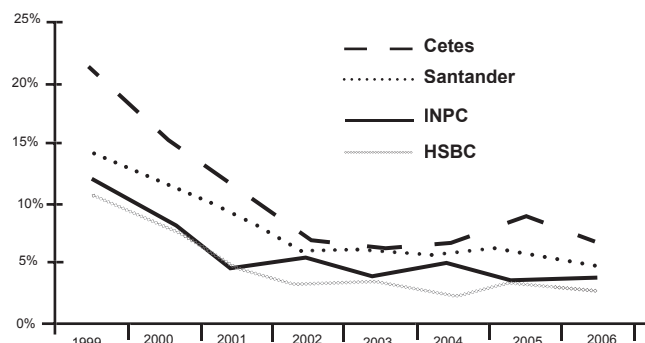
² Boletín Estadístico de la Banca Múltiple (diciembre 2006).
³ Incluye captación total, obligaciones y Repartos.

Si bien hemos dicho que la banca toma como referencia las tasas de los CETES por ser un buen parámetro de rentabilidad con mínimo riesgo, es importante mencionar que el usuario de la banca, es decir el pequeño inversionista, no adquiere directamente estos instrumentos, toda vez que en la subasta sólo pueden participar Casas de Bolsa, Instituciones de Crédito o Bancos, Sociedades de Inversión y otras personas que cuentan con autorización expresa de Banco de México; se debe considerar que para participar en la subasta primaria, se requiere adquirir mínimo un lote de cien mil títulos que equivale aproximadamente al millón de pesos; es así que el público en general, sólo los adquiere en el mercado secundario –en el mejor de los casos–, siempre y cuando disponga de los recursos necesarios para ello.

La necesidad de los inversionistas de obtener mayor rentabilidad, aún cuando represente asumir mayores riesgos, los lleva a hacer una exploración de otras instituciones financieras que pongan a su disposición, más y mejores alternativas de inversión, como es el caso de las casas de bolsa.

La inversión en bolsa se lleva a cabo en casas de bolsa, instituciones que prestan el servicio de *banca de inversión*, asesoran a empresas y gobiernos que requieren financiamiento en cuanto al tipo, monto y plazo de sus emisiones de valores para ser quien en su nombre los coloca en los mercados financieros y los ofrece directamente a los inversionistas, sean individuales o institucionales.

Gráfica 6
Costo promedio de captación

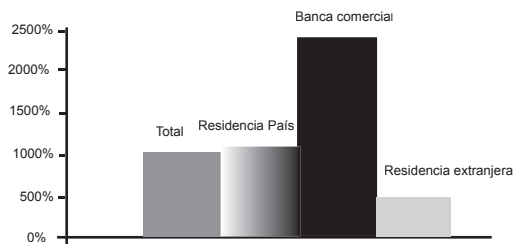


Fuente: Condusef y Banxico.

Cuando el inversionista establece un contrato de intermediación bursátil con las casas de bolsa se enfrenta a una serie de inconvenientes: los montos mínimos para mantener la cuenta suelen ser cuantiosos y las comisiones por la prestación del servicio son muy altas.

Para el periodo que nos ocupa 1996-2006, el Banco de México (Banxico), indica que los valores gubernamentales en circulación crecieron 995%, en tanto que la proporción que la banca comercial incluyó en sus portafolios aumentó aproximadamente 2,400%.

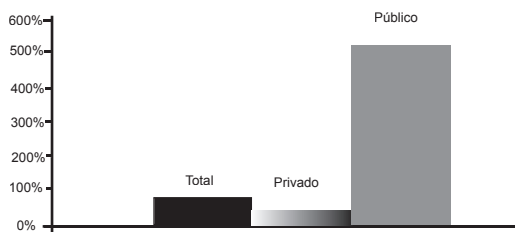
Gráfica 7
Tenencia de valores gubernamentales
1996-2006



Fuente: Banxico.

En cuanto al financiamiento bancario total, se incrementó en 75%, atribuye que lo canalizado al sector público creció 532% y lo destinado al sector privado lo hizo en apenas 46%.

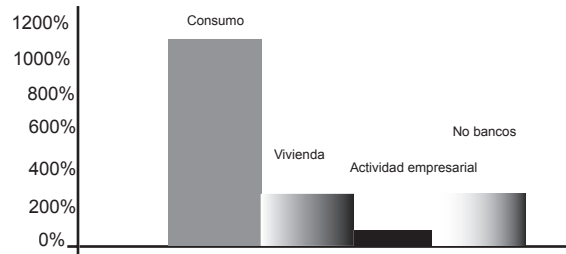
Gráfica 8
Financiamiento de la banca
1996-2006



Fuente: Banxico.

Del financiamiento al sector privado, lo que se destinó al consumo creció más de 1,000%, mientras el que se canalizó a las actividades empresariales (empresas y personas físicas) lo hizo en 42%.

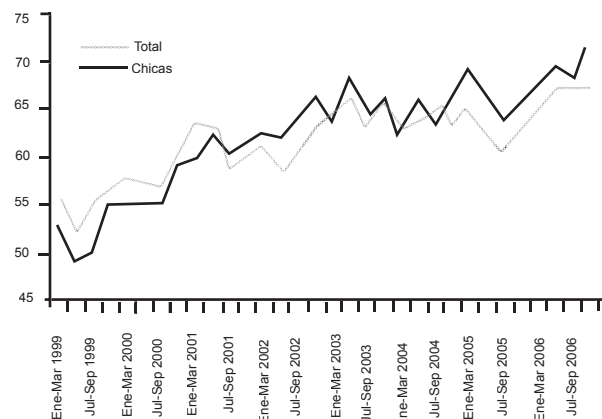
Gráfica 9
Financiamiento bancario al sector privado
consumo, 1996-2006



Fuente: Banxico.

La Encuesta de *Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio* que realiza mensualmente Banxico, entre 500 empresas a escala nacional y en la que se solicita información sobre su demanda de crédito y expectativas sobre el mismo, refleja que a inicios de 1999, del total de empresas consultadas, 55 esperaban solicitar crédito al sistema bancario en los siguientes tres meses, y entre aquéllas, cuyas ventas anuales fueron de 1 a 100 millones de pesos anuales,⁴ 53 esperaban hacerlo. Las cifras aumentaron en forma constante, para 2006 eran 67 y 71 las que esperaban obtener financiamiento, respectivamente. De estas cifras se desprende que del año 2003 en adelante crecieron más rápido las empresas pequeñas que solicitaron financiamiento, aunque en términos generales, ha aumentado la demanda de financiamiento de manera sostenida.

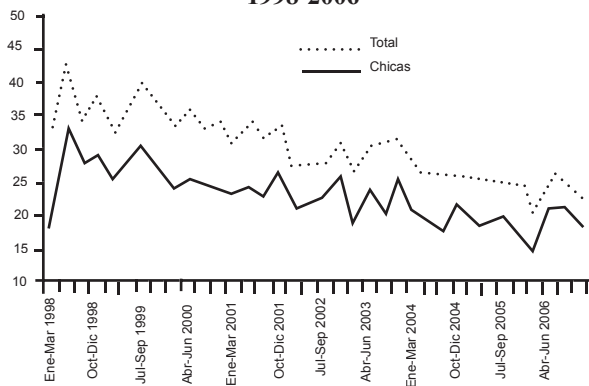
Gráfica 10
Empresas que solicitaron crédito
1996-2006



⁴ Se expresan en pesos de 1997.

En sentido opuesto, en el segundo trimestre de 1998, 42 de las 500 empresas consultadas utilizaron el crédito, y entre las pequeñas, 33 de ellas lo hicieron. Las cifras se reducen de manera sostenida, a fines de 2006, tan sólo 23 y 19 utilizaron el crédito bancario, respectivamente.

Gráfica 11
Empresas que utilizaron crédito
1998-2006



El análisis de estas cifras permite obtener una serie de conclusiones fundamentales:

- El sistema financiero y la banca específicamente, dejó de cumplir su función principal, intermediación financiera y se convirtió en la principal fuente de financiamiento del sector público, mediante la compra de valores emitidos por sus diferentes dependencias.
- El escaso financiamiento de la banca, diferente del destinado al sector público se canaliza a créditos al consumo, en detrimento del financiamiento a otros sectores, en particular al sector productivo del país
- La falta de intermediación real por parte de la banca se refleja en que se concentra en captar los excedentes de segmentos del público usuario para mayor capacidad de ahorro, sin mostrar mayor interés por los recursos de los pequeños ahorradores e inversionistas.
- Las alternativas de inversión disponibles en la banca son poco rentables, representan pérdidas, no ganancias, en términos de poder adquisitivo de los ahorradores, por las bajas tasas con las que les remunera la banca, casi siempre inferiores a la inflación y por montos significativos.

- Existen pocas opciones adicionales para que el pequeño inversionista coloque sus excedentes y suele requerir recursos cuantiosos y altas comisiones, así como poseer un conjunto de información más sofisticada.

- Son necesarias más y mejores alternativas de inversión, tanto instrumentos como instituciones que se concentren en la captación de los recursos de los pequeños inversionistas y que, al mismo tiempo, los canalicen a los agentes económicos que los requieren, por ejemplo las pequeñas y medianas *empresas*.

Las Instituciones de Inversión Colectiva

En algunos países, cuando los inversionistas se encuentran con fuertes bajas en las tasas de interés y escasas alternativas de inversión se unen, con el propósito de acceder a nuevos mercados y obtener mejores rendimientos para crear Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), es posible si setiene el apoyo de las autoridades reguladoras,

Las Instituciones de Inversión Colectiva son intermediarios financieros que captan recursos de pequeños inversionistas para invertirlos en un portafolio de activos mobiliarios o acciones de sociedades inmobiliarias, con el propósito de acceder a mercados destinados a grandes inversionistas, contar con una administración profesional de sus recursos, obtener mejor rentabilidad, diversificar los riesgos y aprovechar ventajas fiscales.⁵ Los inversionistas a cambio reciben acciones de esas instituciones.

Los antecedentes más directos de estas instituciones se remontan al siglo XVIII, cuando pequeños inversionistas ingleses y escoceses destinaban sus ahorros a invertir en un “Trust”, quien a su vez invertía los recursos en empresas que radicaban en Singapur, Ciudad del Cabo o Argentina. A mediados del siglo XIX, en Inglaterra, surgió la “Average Investment Trusts”, empresa que invertía los recursos de sus accionistas en obligaciones y acciones de empresas extranjeras. Hacia la primera mitad del siglo XX surgieron los “Unit Trusts”, que emitían certificados de bajo valor nominal (una libra) y que para los años 60 representaban 164 instituciones.

En 1919, en Estados Unidos surgieron los “Investment Trusts”, permitían que muchos de los pequeños inversionistas colocaran sus recursos en la bolsa de valores. En Alemania, entre 1950 y 1962 se crearon 28 instituciones de inversión colectiva; en Japón se creó un “Investment Trust” en 1945, que vio interrumpidas sus operaciones por la Segunda Gran Guerra Mundial; seis años más tarde la legislación japonesa preparó el camino para el nacimiento de los “Unit Trust”

⁵ Louis-Marc, Servien, *Fondos de inversión. Una nueva fórmula de ahorro*, Ediciones Deusto, Bilbao, España, 1970, pp. 19-20.

(semi-closed o cerrados), “Investment Trusts” (open-end o abiertos) y los “Bond Funds” (Fondos de Bonos).⁶ En España, las Sociedades de Inversión empezaron a adquirir importancia en la última década del siglo XX, debido a la baja de las tasas de interés y la falta de alternativas de inversión.

Actualmente, las IIC más conocidas son los Mutual Funds o Fondos Mutuos y los Pension Funds o Fondos de Pensiones. Los primeros, cuyos equivalentes son las Sociedades o Fondos de Inversión, son intermediarios financieros (empresas) en los que muchos pequeños inversionistas aportan sus recursos para invertirlos en un portafolio de activos financieros del que se responsabiliza un administrador de fondos, que tratará de obtener el mayor rendimiento posible, de acuerdo con el riesgo que los miembros del fondo deciden asumir. A cambio de sus recursos, cada inversionista recibe acciones de la empresa y se hace merecedor a una parte proporcional de las utilidades o pérdidas generadas por el pago de intereses o dividendos de los activos incluidos en el portafolio.

Los Fondos Mutuos fueron vía para acceder a los mercados financieros, específicamente a las bolsas de valores en busca de mayor rentabilidad, porque las tasas de interés eran demasiado bajas y el sistema financiero no les ofrecía alternativas para colocar sus excedentes.

Los *Fondos de Pensiones*, por su parte, son instituciones similares a los fondos mutuos, captan recursos de los ahorradores para invertirlos en un portafolio y hacerlos rentables, con la intención de mantenerlos al momento del retiro o jubilación del trabajador. Pueden ser *públicos* o *privados*, dependiendo de la fuente de las aportaciones de los recursos.

Su origen se encuentra en el hecho de que los empresarios y empleadores, durante la segunda guerra mundial necesitaban aumentar la producción, se requería contratar a más trabajadores; no obstante, gran cantidad de la fuerza laboral se encontraba en Europa, reclutada en las fuerzas armadas, provocando con ello escasez de mano de obra y en consecuencia, presiones alcistas en los salarios. Para evitar que dichas presiones se transfirieran, vía costos de producción, a los precios de bienes y servicios y se desatara un proceso inflacionario, el gobierno norteamericano prohibió a los empleadores la contratación de nuevos trabajadores mediante el aumento de los salarios. Ante este escenario, los empresarios buscaron crear mecanismos que les permitieran atraer y contratar trabajadores altamente especializados y compensarlos sin tener que pagar salarios muy altos. Para ello aportaban recursos financieros a un fondo que administraba alguna institución financiera y que, llegado el momento del retiro del trabajador o salida de la empresa, le eran entregados

para que dispusiera de ellos o los depositara en el fondo de retiro que tendría la nueva empresa para la que trabajaría.

Adicionalmente, los *Clubes de Inversión* surgieron como respuesta de los pequeños inversionistas a sus necesidades de mayor rentabilidad, ante las ineficiencias de los sistemas financieros y su incapacidad de responder a los requerimientos de financiamiento de las PYMES. De esta manera, en Estados Unidos, los pequeños inversionistas se reúnen e integran organizaciones en las que concentran sus ahorros, estudian los valores y deciden invertir directamente en bolsa; en Europa, los pequeños inversionistas forman fideicomisos y buscan pequeñas y medianas empresas que requieren capital en países en desarrollo, a las que canalizan sus recursos para financiarlas, durante periodos relativamente largos, a cambio de una recompensa por compartir los riesgos.

Los *Hedge Funds* son organizaciones de grandes cantidades de inversionistas a escala internacional, similares a los Fondos Mutuos norteamericanos, con necesidad de colocar sus excedentes en alternativas rentables y con mayor disposición a asumir riesgos. Los recursos de los inversionistas están a cargo de una administradora de fondos, que hace uso de estrategias de inversión muy sofisticadas en diferentes mercados financieros y regiones geográficas, con el único propósito de generar una mayor rentabilidad de los activos, sin que hasta el momento las autoridades financieras de los países en los que operan (Estados Unidos y varios países en Europa y lejano oriente) hayan encontrado la forma de regularlos, sin afectar los efectos positivos de su participación en los mercados financieros.

Los ejemplos anteriores confirman que las instituciones de inversión colectiva surgieron como respuesta a las necesidades y organización de los usuarios (pequeños inversionistas o pequeños empresarios), pero además, no fue sino hasta determinado tiempo después que los gobiernos tuvieron la necesidad de regularlos. Es decir, *el usuario de los servicios financieros se adelantó a la evolución del sistema financiero* y fue quien propició sus cambios, muchos de ellos han provocado modificaciones de mayores magnitudes, tales como los ocurridos con los Bancos Cooperativos y Cajas de Ahorro en Alemania, las Cajas de Ahorro en España y las Uniones de Crédito en Estados Unidos, que datan de los siglos XVIII y XIX, y de los Asociaciones de Ahorro y Crédito Mutuo (Mutual Saving and Loan Associations) y Bancos de Ahorros Mutuos

⁶Louis-Marc, Servien, *Op. cit.*, pp. 21-30.

(Mutual Saving Banks) en este último país durante el siglo XX, así como la evolución de muchos de los diferentes productos financieros que ofrece la banca comercial en estos y otros países desarrollados.

Pero la *participación social*, llámese *público usuario*, en asuntos financieros, no sólo se limita a buscar innovaciones en los productos, instituciones y en los propios sistemas financieros, sino que llega a desempeñar un papel fundamental en la constitución, estructura y funcionamiento de instituciones tan importantes como los Bancos Centrales. Tal es el caso del Banco de Inglaterra, donde la insistencia de los usuarios ingleses, en lo que a su responsabilidad se refiere, desempeñó un papel fundamental para convertirlo en el primer y, por mucho tiempo, el más importante banco central, cuyo prestigio se mantiene hasta nuestros días.

Por estas razones es que las instituciones de inversión colectiva deben jugar un papel más activo para hacer más eficiente la asignación de los recursos, dado que no son sino reflejo de la *participación del individuo y su organización*, bajo la forma de usuarios de servicios financieros.

Vale la pena mencionar que los Bancos Cooperativos en Alemania, las Uniones de Crédito en Estados Unidos y las Cajas de Ahorro en España, fueron la respuesta de los usuarios de los servicios financieros a la falta de financiamiento a las PYMES. Los primeros son producto de la participación activa de los ciudadanos; los segundos de la organización de pequeños productores y las últimas de la iglesia y los ciudadanos. Ya en el siglo XX, en Estados Unidos surgieron las Asociaciones de Ahorro y Crédito Mutuo (Mutual Saving and Loan Associations) y los Bancos de Ahorros Mutuos (Mutual Saving Banks) ante la necesidad de dar solución a las necesidades de opciones de inversión y financiamiento por parte de los usuarios.

La Inversión Colectiva, un instrumento de cambio para el Sistema Financiero Mexicano

En nuestro país el sistema financiero experimentó cambios importantes en la última década, ya sea en las estructuras y funcionamiento de las entidades ya existentes o bien en la creación de nuevas instituciones, de la siguiente forma:

1. Banca de Desarrollo:

- Se reestructuró el Patronato del Ahorro Nacional (Pahnal), que concluyó en el surgimiento del Banco del Ahorro Nacional y Servicios Financieros (Bansefi).

- Se reestructuró el Banco Nacional de Crédito Rural (Banrural) y dio origen a la Financiera Rural.
- Surge la Sociedad Hipotecaria Federal (Sohife), cuyo propósito es estimular el financiamiento de la vivienda.
- Actualmente, se discute la conveniencia de fusionar Nacional Financiera (Nafin) con el Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext), así como reestructurar el Banco Nacional de Obras y Servicios (Banobras).

2. Banca Comercial:

- Se registró un importante proceso de reestructuración que tras la fusión de varias entidades con la banca extranjera dio origen al surgimiento de varios mega bancos de magnitud latinoamericana e incluso, internacional: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria y Bancomer, Banco Santander Mexicano (filial de Banco Santander Central Hispano) con Banca Serfin, y Citigroup con Banamex.

3. Instituciones auxiliares del crédito:

- Surgen las Sociedades Financieras de Objeto Limitado (Sofoles)
- Las de Objeto Múltiple (Sofomes)

4. Sistema de Ahorro y Crédito Popular:

- Se sentaron las bases legales para el surgimiento de las Cajas de Ahorro (bajo la forma de cooperativas financieras)
- y las Sociedades Financieras Populares (Sofipos)

Estas entidades e intermediarios son de reciente creación, producto del esfuerzo de la autoridad reguladora por ordenar la operación de las anteriores cajas de ahorro y fortalecer la de las Sociedades de Ahorro y Préstamo.

5. Mercado de valores:

- Se crean las Sociedades de Inversión a mediados de la década de los 90.
- Nacen las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES)

La tabla siguiente muestra que a partir de 2005 hasta el primer semestre de 2007, se dio un cambio importante en materia de los intermediarios financieros autorizados y supervisados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV):

Institución	2005	2007
Banca Comercial	29	37
Banca de Desarrollo	7	7
Uniones de Crédito	181	164
Sociedades de Ahorro y Préstamo	9	7
Entidades de Ahorro y Crédito Popular	0	11
Sofoles	54	50
Sofomes	0	8
Sociedades de Inversión	448	475
Sociedades de Inversión en Fondos Especializados para el Retiro	16	22

A pesar de la reestructuración del sistema financiero, en nuestro país aún no se cuenta con soluciones reales a los problemas que plantean la captación de los excedentes del pequeño inversionista como remuneraciones más atractivas o financiamiento a las micro, pequeñas y medianas empresas (PYMES), muchos de los intermediarios, nuevos o no, se concentran en el financiamiento al consumo y no a las actividades productivas.

El sistema creció en términos cuantitativos, pero no cualitativos; a diferencia de lo que ocurre en países desarrollados o medianamente desarrollados, la industria bancaria es un oligopolio, en el que gran proporción de la captación (87%) se concentra en un reducido grupo de intermediarios, equivalente a no mayor de seis instituciones, salvo las pocas Cajas de Ahorro autorizadas y Sociedades de Ahorro y Préstamo, la mayoría de los nuevos intermediarios no captan recursos del público. Consecuencia de ello, los pequeños inversionistas no cuentan con alternativas rentables en las que se coloquen sus excedentes de liquidez, mientras quien los requiere para darles un uso productivo.

Las PYMES, no tienen alternativas de financiamiento por parte del sistema financiero en las condiciones actuales, por el alto riesgo que les significan, su principal fuente de financiamiento son sus proveedores.

Si bien los cambios que experimentó el sistema financiero, se impulsó y promovió por el mismo sistema, los usuarios como actores fundamentales, proveedores y demandantes de recursos y de los productos y servicios financieros, han quedado al margen de dichas modificaciones, toda vez que los productos y servicios financieros no responden plenamente a sus necesidades.

Lo anterior se explica por diversas razones. Una de ellas es el desconocimiento de la operación del sistema financiero y en consecuencia de muchos de los productos y servicios de que se puede disponer en las instituciones

financieras (por ejemplo, los derivados financieros). Aunado a ello, la escasa relación y comunicación entre los diferentes integrantes del sistema impide la manifestación plena de sus necesidades y ofrecimientos; genera un círculo que se limita a una escasa oferta por parte de los intermediarios y una escasa demanda por parte de los usuarios. Es decir, dado que los usuarios no demandan productos y servicios de alta calidad, los intermediarios no encuentran incentivos a innovar y crear productos y servicios financieros, generando con ello baja demanda por parte de los usuarios.

Ante este panorama, es indispensable mayor participación de los diferentes grupos socioeconómicos, a fin de que los usuarios y el sistema financiero mismo busquen nuevas estructuras que estimulen a los pequeños ahorradores e inversionistas. Es menester provocar e inducir un cambio en la estructura del sistema financiero, con la participación activa de los usuarios, tanto en su forma de ahorradores o inversionistas, como de pequeñas empresas demandantes de financiamiento.

Una solución importante radica en la necesidad de constituir Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), que a escala internacional se han convertido en una alternativa real para que los pequeños inversionistas, incluidas las PYMES con excedentes temporales de liquidez, coloquen sus excedentes en los mercados financieros para aspirar a obtener mayores rendimientos y diversificar los riesgos a los que se exponen, al tiempo de que contribuyen a financiar a los demandantes de recursos financieros para aumentar la producción y la generación de empleos.

Algunas de estas entidades ya existen en México y adoptan diversas formas, tales como las *Sociedades de Inversión* y las *Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro* (equivalentes a los Fondos Mutuos y a los Fondos de Pensiones norteamericanos).

Aun cuando en diciembre de 2006 existían 475 sociedades de inversión y poco más de 1.4 millones de inversionistas, así como 20 sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro y más de 37 millones de inversionistas (trabajadores), poco se conoce sobre su funcionamiento, ventajas, riesgos, etcétera.

Es necesario desarrollar una cultura financiera y económica entre los usuarios del sistema e instituciones financieras, toda vez que en la medida en que se tenga elevado conocimiento del sistema: productos y servicios, funcionamiento, utilidad, costos y riesgos, se entrará en un proceso de continuo cambio y mejora, en el que el usuario demandará mayor cantidad y calidad en los servicios y los intermediarios buscarán satisfacer la demanda y, al mismo tiempo, en la competencia por atraer a los usuarios, entrarán en un proceso de constante

innovación que los lleve a mejorar sus productos y servicios, así como buscar la reducción de costos y comisiones.

A mediano plazo, este proceso de aprendizaje por parte de los usuarios se reflejará en, al menos, dos vertientes:

1. Los usuarios buscarán más y mejores productos y servicios

El ahorrador o inversionista entenderá que las Administradoras de Fondos para el Retiro o AFOREs no son intermediarios financieros y que, consecuentemente, no son estas quienes tienen las aportaciones de su fondo para el retiro, mas bien tienen un determinado número de acciones de una empresa financiera, llamada Sociedad de Inversión Especializada en Fondos para el retiro o SIEFORE, y la AFORE es tan solo la administradora de los activos de aquella.

Las instituciones de inversión colectiva existentes en México, Sociedades de Inversión y SIEFOREs, aún tienen un enorme potencial de crecimiento, pues se mantienen en niveles muy por debajo de los alcanzados en otras naciones. Por ejemplo, en Brasil, cuya población es cercana a 190 millones de habitantes, existen alrededor de 4 mil fondos de inversión y en Estados Unidos, cuya población es de 300 millones de habitantes, existen alrededor de 8 mil fondos mutuos.

El desarrollo de las Sociedades de Inversión propiciará que surjan sociedades altamente especializadas en determinados mercados, regiones geográficas, sectores socioeconómicos, divisas, etcétera, tal como ocurre en otras naciones.⁷

En la medida en que los inversionistas de las sociedades de inversión y de las SIEFOREs se encuentren mejor informados, exigirán a las administradoras de fondos una mejor eficiencia en su trabajo, es decir, una rentabilidad acorde a los riesgos asumidos, pues la rentabilidad, considerada de manera aislada, pierde sentido cuando se consideran los riesgos a los que se expone el portafolio. Por ejemplo, un portafolio integrado por bonos del gobierno federal (ofrecen rendimientos superiores a los de los Cetes), que durante 2006 produjeron una rentabilidad de alrededor de 5%, debiera ofrecer una rentabilidad no inferior a la tasa de los Cetes de 28 días (alrededor de 7%), por ser considerados los instrumentos con tasa libre de riesgo.

Adquirirán importancia conceptos como el de la **Performance**, o sea, la evaluación del desempeño del administrador de fondos. Se trata de evaluar si la rentabilidad generada por la administradora corresponde al riesgo asumido, para lo que se suele considerar un Benchmark o portafolio óptimo, de manera que cuando la rentabilidad es más que proporcional al riesgo asumido o al benchmark, significa que el trabajo de la administradora ha sido bueno y viceversa. Más aún, las comisiones dependerán de la performance, de manera que, solo cuando la rentabilidad generada por la administradora supera el benchmark, tendrá derecho a cobrar la comisión. Por ejemplo, en el caso de un portafolio que replique al Índice de Precios y Cotizaciones, si la administradora genera una rentabilidad inferior al propio índice, no tendrá derecho a cobrar la comisión.

En lo relacionado a montos y comisiones, se esperaría que las sociedades de inversión y las SIEFOREs, disminuyan aún más los montos mínimos de participación, que las comisiones disminuyan. De manera paralela, se esperaría que los montos mínimos para la apertura de cuentas de intermediación bursátil en Casas de Bolsa disminuyan, al igual que las comisiones, dando con ello acceso a pequeños inversionistas a las inversiones en bolsa directamente.

Derivado de lo anterior, es posible que surjan más administradoras de fondos independientes, es decir, que no pertenezcan a grupos financieros (por ejemplo: Actinver, Invercap, Vanguardia, Skandia, etc.).

Es previsible, también, que surjan más intermediarios financieros con más y mejores productos y servicios financieros, incluidas nuevas alternativas de inversión, en particular Instituciones y/o Instrumentos de Inversión Colectiva, por ejemplo, los Hedge Funds.

En la medida que esto ocurra, aumentarán los recursos disponibles para el financiamiento, facilitando nuevas emisiones de valores por parte de empresas y gobierno mexicanos, con lo que se estimulará el crecimiento y desarrollo económicos.

2. Se requerirá de mayor y mejor participación de las autoridades reguladoras

Los cambios anteriores se deben reflejar en la vigilancia y supervisión eficaz y estricta por parte de las Comisiones Nacionales Bancaria y de Valores (CNBV), del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) y del Banco de México (Banxico).

Es previsible que, con el objeto de evitar abusos por parte de los intermediarios, las autoridades reguladoras establezcan criterios más estrictos en la evaluación de su gestión, en la selección de los activos que se incluirán en los portafolios, en la administración de riesgos de las

⁷ Por ejemplo, en 2006, surgió en España un Fondo llamado Compromiso Fondo Ético, dirigido a las congregaciones y familias católicas, presidido por el propio Papa Benedicto XVI y que podría invertir en renta variable o deuda y en cualquier mercado del mundo.

instituciones de inversión colectiva y en la transparencia en la información.

La vigilancia sobre las instituciones de inversión colectiva debe ser estricta, incluso en el caso de los Hedge Funds, cuando inicien operaciones en México, pues la experiencia demuestra que cuando estas han encontrado legislaciones flexibles o vacíos legales han personificado problemas importantes en los sistemas financieros.

El surgimiento de nuevos intermediarios y el crecimiento del sistema provocará que las responsabilidades de las autoridades reguladoras sean mayores, lo que podría requerir de su descentralización, como ocurre en Alemania con el Bundesbank y en Estados Unidos con la Reserva Federal.

De las dos vertientes antes señaladas, la primera daría respuesta al problema de las alternativas para los pequeños inversionistas y generaría una mayor cantidad de recursos financieros disponibles para el financiamiento productivo, mientras que la segunda plantea la creciente y comprometida responsabilidad de las autoridades reguladoras como supervisoras y garantes de la adecuada operación del sistema, de su adaptabilidad y capacidad de respuesta a las necesidades de los usuarios.

Existe una posible tercera vertiente, la relacionada con la atención de quiénes demandan los recursos financieros para darles usos productivos, las pequeñas y medianas empresas (PYMES). En este aspecto, los usuarios también tendrán que buscar alternativas, pues serán necesarios nuevos entes que capten los recursos excedentes de los ahorradores para canalizarlos a las PYMES, estimulando de esta manera:

- La creación de nuevas empresas
- El crecimiento de las PYMES existentes
- El crecimiento económico
- La generación de empleos
- Una mejor distribución del ingreso

Este tipo de intermediarios, que son otra forma de manifestación de las instituciones de inversión colectiva, entran en una seria competencia con la banca comercial, reflejándose en más y mejores productos y servicios. Específicamente, los bancos cooperativos y las uniones de crédito, son un apoyo incondicional a las políticas económicas, sociales y políticas, tanto a nivel nacional como regional, pues contribuyen activamente en el crecimiento y desarrollo económicos, la competitividad y la generación de empleos, en particular por el apoyo que otorgan a las PYMES.

Sobre la importancia de estas instituciones, existen evidencias de que este tipo de intermediarios desempeñan un papel estratégico en la economía, al dar mayor estabilidad y competitividad al sistema financiero y a la economía en su conjunto.

En México, operan desde hace varias décadas las Sociedades de Ahorro y Préstamo (equivalentes de las Asociaciones de Ahorro y Crédito Mutuo en Estados Unidos) y las Uniones de Crédito. La Ley de Ahorro y Crédito Popular (LACP) sienta la base legal para la adecuada operación de las Cajas de Ahorro (similares a los bancos cooperativos) y de las Sociedades Financieras Populares (Sofipos) pero, a pesar de ello, a la fecha no existe un esfuerzo real por estimular su operación, ni por el gobierno, ni por las autoridades reguladoras, ni por los propios usuarios.

Un aspecto de gran trascendencia a considerar es que las transformaciones que experimente el sistema financiero en el futuro no deben depender de coyunturas políticas, sino como respuesta a las necesidades de los usuarios. Los gobiernos se deben enfocar en buscar una mayor eficiencia y estabilidad del sistema que de certeza a ahorradores, pequeños, medianos y grandes inversionistas y empresas y gobiernos que requieren financiamiento, tal como ocurre en países como Estados Unidos, Europa, y recientemente, en algunos países de Sudamérica, por ejemplo, Chile, Brasil y Argentina.

En definitiva, el conocimiento en poder de los usuarios tenderá a hacer más eficientes a las autoridades reguladoras e instituciones integrantes del sistema financiero, a las entidades públicas y privadas relacionadas directa o indirectamente y estimulará una mayor y mejor participación de entes como los medios de comunicación, prensa especializada, organizaciones de profesionistas, instituciones universitarias, etc. Pero, además, facilitará la instrumentación de la política económica, especialmente la monetaria.

Las condiciones para el crecimiento de las Instituciones de Inversión Colectiva y el aprovechamiento de sus beneficios como estímulo al ahorro interno, fuente potencial de financiamiento, crecimiento económico, generación de empleos, distribución de la riqueza y democratización del capital, se encuentran dadas:

- Bajas tasas de interés pasivas (las que pagan los bancos a los ahorradores)
- Un número relativamente grande de pequeños y medianos inversionistas
- La existencia de autoridades reguladoras esforzadas en hacer del sistema financiero la principal fuente de financiamiento del crecimiento y desarrollo económico nacional

Si bien dichas condiciones están dadas, una condición adicional e indispensable es la disposición de los inversionistas asumir mayores riesgos y asociarse con otros inversionistas para tener mejor posición en los mercados financieros. Para ello, dos cuestiones son necesarias: la *certidumbre a los inversionistas*, que sólo la autoridad reguladora puede ofrecer y mayor *cultura financiera*.

Bibliografía

- ♦ Álvarez, Alfonso, *Análisis bursátil con fines especulativos. Un enfoque moderno*, Ed. Limusa, México, 2005.
- ♦ Bagehot, Walter, *Lombard Street: el mercado monetario de Londres*, (1873), FCE, 1968.
- ♦ Carnero Lorenzo, F., *Ahorro y fortuna. Un antecedente de inversión colectiva en España*, Universidad de La Laguna, 2001, Las Palmas de Gran Canaria, España.
- ♦ Citigroup, Private Bank, *El sector global de los Hedge Funds*, Madrid, España, Mayo 2003.
- ♦ Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), *Boletín Estadístico de la Banca Múltiple* (diciembre 2006).
- ♦ Comisión Nacional para la Defensa de los Derechos de los Usuarios de los Servicios Financieros (Condusef), *Comisiones bancarias. México y el mercado internacional*, Septiembre de 2004.
- ♦ Díaz Mata, A. y Aguilera Gómez, V. M., *El Mercado Bursátil en el Sistema Financiero*, Mc. Graw Hill, México, 2005.
- ♦ Dieck, Flory, *Instituciones financieras*, Mc Graw Hill, México, 2004.
- ♦ Fabozzi, Frank J. y Modigliani, Franco, *Capital markets. Institutions and instruments*, Prentice Hall, USA, 1992,
- ♦ García-Vaquero, Víctor y Maza, Luis Ángel, *Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España*”, Boletín Económico, Banco de España, noviembre de 2006.
- ♦ Goldfield, S. y Chandler, L. *The Economics of money and banking*, Harper & Row. 8th edition, New York, USA, 1981.
- ♦ Kolb, Robert W., *Inversiones*, Ed. Limusa, México, 1999.
- ♦ Ley de Ahorro y Crédito Popular.
- ♦ Ley de Sistemas de Ahorro para el Retiro.
- ♦ Ley de Sociedades de Inversión.
- ♦ Ley del Impuesto Sobre la Renta.
- ♦ Ley del Mercado de Valores.
- ♦ Llorente, Carmen, “Nace el primer fondo de inversión para católicos”, *El Mundo*, versión electrónica, 8 de mayo de 2006.
- ♦ Madura, Jeff, *Mercados e instituciones financieras*, Thomson Learning, 5ª ed., México, 2001.
- ♦ Muccilli, Fabián C., *Hedge funds. Notas sobre los fondos de inversión americanos*, Bolsa de Comercio de Rosario, Argentina, 2001.
- ♦ Ramírez Solano, Ernesto, *Moneda, banca y mercados financieros*, Prentice may, México, 2001.
- ♦ Servien, Louis-Marc, *Fondos de inversión. Una nueva fórmula de ahorro*, Ediciones Deusto, Bilbao, España, 1970.
- ♦ Sharpe, William F. y Alexander, Gordon J., *Investments*, Prentice Hall, 4th edition, USA, 1990.

