

Desregulación financiera y finanzas públicas en México

Roberto Soto Esquivel*

Introducción

La crisis financiera de 2007/2009 se fue gestando desde los procesos de desregulación y liberalización financiera de las décadas de los setenta y ochenta del siglo XX, lo que originó una mayor especulación en los activos financieros y no financieros. El vehículo que permitió este crecimiento han sido los instrumentos financieros derivados (IFD). Es decir, ante la volatilidad de los activos, los conglomerados financieros y no financieros iniciaron un proceso de financiarización que incrementó la especulación financiera, generando enormes burbujas que desencadenaron crisis cada vez más recurrentes y con efectos colaterales más profundos.

A la par de lo anterior, el sistema financiero en México ha sufrido múltiples transformaciones que podemos englobar en tres: desregulación financiera, presencia de nuevos intermediarios financieros e innovación de instrumentos financieros, lo que ha provocado la pérdida de la soberanía en el sistema de pagos y en el manejo de la política monetaria y financiera por parte del banco central.

Estos cambios dieron como resultado la extranjerización del sistema financiero y en particular del bancario, el cual adoptó las mismas prácticas financieras que sus matrices, es decir, su objetivo funcional que tenía hasta antes de la crisis de 1982 -otorgamiento del crédito hacia las empresas solventes para que éstas realizaran su actividad productiva-, pasó a un sistema dedicado a otros tipos de actividades financieras de alto riesgo -como son las operaciones en el mercado de derivados-.

Se debe considerar un aspecto muy importante: ante esta ola de privatización y extranjerización, existen condiciones para que los bancos extranjeros transmitan algún tipo de riesgo de su matriz a la filial extranjera, ejemplo de ellos son las burbujas inmobiliarias o del mercado bursátil que se pueden presentar en el país de origen y transmitirlo al país huésped con la intención de disminuir los riesgos que la matriz puede presentar en caso de un escenario de crisis o presión en la economía doméstica.

* Doctor en Economía, profesor-Investigador de la Unidad Académica en Estudios del Desarrollo de la Universidad Autónoma de Zacatecas, egresado del Posgrado de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México, becado por la DGAPA-UNAM para realizar una estancia posdoctoral en el Centro de Estudios de Administración Pública de la Facultad de Ciencias Políticas y Sociales.

Correo electrónico: soer@estudiosdeldesarrollo.net

Esto ha provocado que el proceso de financiamiento productivo disminuya, dificultando así el funcionamiento empresarial que permita la reactivación del mercado interno, así como la generación de un crecimiento y desarrollo de la economía en su conjunto.

El objetivo de este artículo es analizar las causas de la crisis, en particular se estudiará el papel que han tenido los IFD en la gestión de la crisis. Se analizará las transformaciones del sistema financiero en México como resultado de la desregulación financiera y los efectos que se tienen en las finanzas públicas.

Gestación de la crisis financiera

A partir del proceso de desregulación e innovación financiera y con el desarrollo de una nueva ingeniería financiera, los mercados se han vuelto más inestables y volátiles provocando nuevos escenarios de crisis en regiones y países así como quiebras en conglomerados financieros y no financieros. Estos procesos se han presentado desde la década de los setenta y sus efectos son cada vez más profundos, en particular cuando las pérdidas se socializan. Es importante analizar los efectos que pueden tener las innovaciones financieras y en general la ingeniería financiera en la estabilidad y en la inestabilidad financiera, sin embargo, este tipo de instrumentos han sido parte del agravamiento de diversas crisis como fueron la mexicana (1994/1995), la asiática (1997), la quiebra de empresas como Enron, World Com (2001/2002) y recientemente la crisis subprime en Estados Unidos (2007/2009).

El mercado y los instrumentos derivados han sido estudiados desde la perspectiva de la administración e ingeniería financiera y existe una muy amplia literatura. También han sido analizados desde la perspectiva de las necesidades del registro contable, de su valuación e incluso del derecho económico y mercantil.

Para ellos, el estudio de los derivados pueden tener algunos objetivos como: *a)* llevar a cabo operaciones de cobertura de riesgo provocados por variaciones en un activo financiero o no financiero denominado subyacente, *b)* determinar precios en forma eficiente llegando a un equilibrio de acuerdo con las fuerzas de la oferta y la demanda, *c)* diseminar precios por medio de las bolsas de futuros y opciones y debido al grado de apalancamiento que tienen implícito, es fácil adquirirlos.

Sin embargo, desde la visión de la macroeconomía heterodoxa todavía son un objeto de estudio en exploración.

Estos instrumentos no han sido tomados en cuenta en los análisis de los modelos de crisis financieras (modelos de primera, segunda y tercera generación) siendo que pueden provocar efectos macroeconómicos. El crecimiento exponencial en el mercado de derivados organizado (futuros y opciones)

y no organizado (OTC –*swaps, forwards* y derivados de crédito-) puede tener consecuencias sobre el nivel de apalancamiento y en los costos de este fondeo, puede repercutir sobre el nivel de precios de las variables monetarias (tipo de interés y la tasa de cambio), en los precios de los *commodities* como son petróleo, gas natural, trigo, sorgo, café, etcétera, y por tanto, sobre la estabilidad del sistema económico.

La importancia de los productos derivados ha sido fundamental en las crisis que se han presentado durante las décadas de los ochenta y noventa del siglo XX y la primera década de este siglo, ¿Cuál es la razón? hablamos de un mercado global que a valor notional¹ representó en 1989, 3.8 billones de dólares y para diciembre de 2008 alcanzó más de 640 billones de dólares, lo que significa más de 10 veces el producto mundial. La tendencia sigue para el año 2009, donde el monto a valor notional alcanza casi los 680 billones de dólares (Soto, 2010).

La utilización moderna de los instrumentos derivados fue creciendo y penetrando profundamente los mercados financieros desde mediados de los ochenta y de manera generalizada en los años noventa del siglo pasado. El mercado estadounidense y los mayores conglomerados financieros con su matriz en ese país tales como Banker Trust, Chase Manhattan y otros estuvieron entre los pioneros en el manejo de estos instrumentos (Partnoy, 2003).

En el cuadro 1 podemos observar que los cinco conglomerados más grandes de Estados Unidos negocian más de 95% en transacciones con derivados, eso quiere decir, que existe un grado de concentración y una alta exposición al riesgo, lo que es determinante en el menor crecimiento de la oferta de financiamiento para la inversión y sus consecuencias directas en la actividad productiva.

En realidad, los instrumentos derivados inicialmente conocidos fueron desarrollándose de tal manera que las operaciones que se realizan hoy en día son más complejas y opacas, beneficiándose de las innovaciones tecnológicas (procesamiento de la información y las comunicaciones).

Ha sido en el curso de los últimos meses, a partir de la crisis hipotecaria estadounidense de 2007, que estos instrumentos, están mostrando la fragilidad detrás de su amplia difusión. Es muy importante destacar la magnitud de estas transacciones debido a que superan con mucho al valor que poseen en activos totales, por lo que la burbuja especulativa es de dimensiones considerables y tal parece que no se detendrá, como lo podemos observar en la gráfica 1, donde la especulación sigue en ascenso, contrario a lo que se pensaba, su ritmo muestra una disminución.

En otras palabras, los productos derivados propician y alimentan la formación de burbujas especulativas, debido a que pueden modificar los

1 Valor establecido en el contrato que no necesariamente es negociado, pero sí marca un referente en el volumen de recursos que se manejan en este mercado y que es capaz de distorsionar los precios de los activos financieros y no financieros.

Cuadro 1
Concentración especulativa
Billones de dólares
2009¹

	Activos totales	Derivados	
		Totales	De crédito
JP Morgan Chase	2.041	79.40	6.4
Bank of América	2.252	75.03	5.6
Goldman Sachs	0.882	49.83	5.8
Morgan Stanley	0.769	41.83	5.4
CitiGroup	1.888	34.47	2.7
Total	13.125	293.39	27.2

1 Datos al tercer trimestre de 2009.

2 Los porcentajes corresponden al total de derivados.

Fuente: Comptroller of the Currency Administrador of National Banks. OCC Bank Derivatives Reports, varios números.

precios relativos de los activos financieros y no financieros, con lo que se pueden generar olas de inflación financiera, inestabilidad y crisis. Dichas burbujas han sido un factor esencial en la concentración del excedente a lo largo del mundo económico global.

Debemos enfatizar que cada crisis que se han presentado a lo largo de la historia tiene su peculiaridad, algunas son de balanza de pagos, otras son bancarias, unas más son financieras.

Pero es a partir del proceso de desregulación y liberalización financiera, que el uso de derivados tuvo más impacto en la gestación de las crisis. Es decir, cuando variables como tipo de cambio y tasa de interés comienzan a fluctuar, se incrementa en mayor medida su especulación y el vehículo de ésta son precisamente los instrumentos financieros derivados. Por tanto, existe una relación entre desregulación-especulación, derivados- crisis, las cuales se retroalimentan por lo que se genera una mayor burbuja financiera y de efectos impredecibles y la crisis actual es resultado inequívoco de tal proceso.

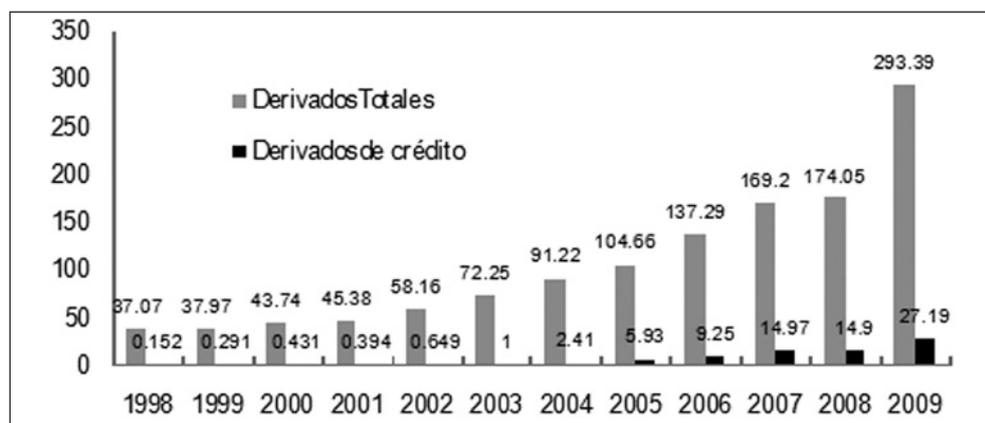
Desregulación y represión financiera en el sistema financiero en México

Con la apertura financiera, las tasas de interés dejan de tener el referente de la productividad nacional, y ahora se fijan en parte considerando a los mercados financieros internacionales y en particular la tasas de la FED, rompiéndose por tanto la relación funcional entre tasa de interés nacional y tasa de ganancia.

La nueva competencia bancaria que la deuda externa estableció sobre los bancos mexicanos, comenzó a imponer sobre éstos la necesidad de cambiar sus instrumentos. Especialmente después de la devaluación de 1976, muchos clientes de los bancos querían protección contra futuras devaluaciones.

De ahí que el Banco de México buscando frenar la fuga de capitales y la presión sobre las reservas internacionales, aprobó la creación de operaciones

Gráfica 1
Estados Unidos especulación financiera
billones de dólares



1 Datos al tercer trimestre de 2009.

2 Los porcentajes corresponden al total de derivados.

Fuente: Comptroller of the Currency Administrador of National Banks, *Quarterly report on bank trading and derivatives activities*, varios números.

en dólares en el balance de los bancos locales. Hacia finales de los años setenta y principios de los años ochenta avanzó muy rápidamente la dolarización, así, cuando se fue devaluando el peso, los bancos presentaron el *currency mismatching*,² lo que dificultó su viabilidad financiera.

En realidad el elevado endeudamiento alcanzado durante los años setenta con la banca privada internacional se vio profundamente afectado por la elevación de las tasas de interés de Estados Unidos, puesto que eran el referente fundamental que marcaba el pago de intereses de dicha deuda.

Al inicio de los ochenta, cuando la FED decidió incrementar la tasa de interés, los deudores en dólares con tasas variables, entre ellos el gobierno mexicano, empezaron a contratar deuda solamente para pagar los intereses. Además las empresas con deudas en dólares padecían también la doble presión de la devaluación, que encarecía sus deudas puesto que sus flujos de efectivo estaban en pesos principalmente, así como también los intereses.

Por ello, en general puede decirse que las tasas de interés se incrementaban de tal manera que la tasa de ganancia de las empresas disminuía con respecto a las tasas de interés de los créditos, lo que provocó un serio problema de solvencia que se desencadenó con toda su contundencia en la crisis de 1982.

² Descalce monetario entre activos y pasivos del balance bancario. Lo que genera problemas en la administración activa del balance para la compensación en moneda extranjera.

Durante los años ochenta, la falta de crédito interno y externo además de estancar a la economía provocó un movimiento acelerado de cambios en los precios relativos y la elevación del nivel general de estos, por lo que se conoce como la etapa más inflacionaria en la historia reciente.

La nacionalización bancaria y el control de cambios en 1982 fue una forma de administrar la crisis bancaria, aunado a que el gobierno mexicano y las empresas enfrentaron serios problemas de insolvencia comenzó a frenarse la expansión bancaria, por tanto, no existieron las condiciones para iniciar una real competencia con los intermediarios extranjeros.

Fue hasta 1988-1989 que se inicia en México un nuevo paquete de reformas financieras impulsadas tanto por la apertura financiera y las expectativas que generó el TLC, como por la recuperación de la demanda de crédito y de los flujos de capital externo a la economía en forma de flujos de inversión de cartera. De manera que se profundizó la liberalización y apertura financiera creándose espacios económicos y financieros cada vez más desregulados.

Esta reforma financiera tuvo como marco de referencia las propuestas del FMI y el Banco Mundial -Washington Consensus-, dicha reforma se sintetiza en:

- a) apertura de la cuenta de capital;
- b) eliminación de los depósitos obligatorios de los bancos en el banco central;
- c) prohibición del financiamiento del déficit público por el banco central;
- d) eliminación de los cajones de descuento y del crédito dirigido a determinados sectores y los controles sobre tasas de interés;
- e) desaparición de las actividades de primer piso de la banca pública;
- f) cambios legislativos para aceptar la participación extranjera accionaria en banca; y,
- g) privatización acelerada de los bancos nacionalizados en 1982.

Las transformaciones que se llevaron a cabo durante el período mencionado descansan sobre la premisa de que la represión financiera había estado generando ineficiencias en el mercado financiero, creando una competencia por fondos entre el sector público y el sector privado e impidiendo que los sectores más dinámicos obtuvieran un financiamiento de mercado; así como se distorsionaban los precios del mercado, afectando el funcionamiento libre de los agentes que participaban en él y que, sin duda, el eliminarlos llevaría nuevamente al equilibrio en los mercados, beneficiando a la economía en su conjunto.

En síntesis, el sistema financiero en México ha pasado por un proceso paulatino de extranjerización, en particular del sistema bancario, el cual se

transformó de una banca estatal a una banca privada, hasta culminar con una banca prácticamente extranjera si consideramos que los bancos más grandes del sistema financiero son extranjeros: Banamex-Citigroup, Banco Bilbao Vizcaya, Hong Kong Shanghai Bank Corporation –HSBC-, Scotiabank y Banco Santander Central Hispano.

El proceso de desregulación ha implicado una concentración de las actividades financieras bancarias, fusiones, adquisiciones o quiebras en el sector bancario, sólo para ejemplificar, según *Informe Anual de BANXICO*, en el 2000 se contaba con 48 bancos comerciales y en el 2008 existían 43; en contraste, otras instituciones no bancarias se han incrementado, un ejemplo palpable son las sociedades de inversión que en el 2000 había 332 y para el 2008 existían 522.

Una forma importante de ampliar el negocio financiero en el país, ha sido por medio del proceso de privatización de los fondos de pensión, que pasó de un sistema de reparto a uno de capitalización con cuentas individuales. Estos fondos, en gran medida, quedaron bajo la administración de intermediarios financieros extranjeros.

Uno de los efectos del proceso de desregulación financiera ha sido que el banco central ha disminuido su capacidad para controlar la liquidez interna, conduciendo a un incremento de la liquidez virtual³ la cual se genera con la innovación financiera, en particular, el mercado de derivados. Aquí cabe destacar que el banco central influye en la estabilización de la tasa de interés pero no en su nivel. El mercado de derivados en México negocia futuros sobre la tasa de interés interbancaria de equilibrio a 28 días (TIIE 28), la cual es el subyacente más importante dentro de las operaciones, y retomando a Soto (2010), es en éste mercado donde se determina el nivel de la TIIE 28. Esto debido a que el rendimiento de la tasa de referencia es determinada por un mercado imperfecto dominado por los compradores mayoristas (Mantey, 2004), los cuales negocian precisamente en el mercado de derivados en México, influyendo así en el comportamiento de las variables monetarias y financieras.

Finanzas públicas en un entorno de crisis financiera

Unas de las modificaciones más significativas de la desregulación financiera es la forma en que operan las tesorerías de las empresas. Estas pueden utilizar la ingeniería financiera para manipular sus estados financieros y pagar menos impuestos (Soto, 2010 y 2009). Es decir, pueden crear empresas paralelas y manejar su perfil ganancias/pérdidas, según convenga.⁴ Para alcan-

³ Esta "liquidez" se puede crear por medio de las transacciones con derivados, los cuales se negocian nacionalmente, es decir, el valor del contrato no siempre se negocia, pero influye en la "creación" de los recursos que en un momento se pueden mover en el mercado.

zar lo anterior, pueden utilizar el valor hipotético a futuro (técnica contable que permite “trasladar” pérdidas/ganancias en un horizonte de tiempo) para manipular sus utilidades en el período que deseen, todo esto mediante el uso de instrumentos financieros derivados.

Por tanto, las empresas financieras como las no financieras utilizan la contabilidad creativa de tal forma que puedan ingresar más recursos a la empresa y diseminar pérdidas, etcétera, es decir que cuando las operaciones de los conglomerados financieros y no financieros no resultan como ellos esperan, buscan una forma de compensarlas.

Lo anterior provoca que el gobierno recaude menos recursos debido, en parte, a que las empresas reportan pérdidas virtuales, o las ganancias se establecen en EFE; para ejemplificar lo anterior, consideremos lo que reportó la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en noviembre de 2008, donde sus estadísticas revelan que se captó menos recursos tributarios en sus principales instrumentos recaudatorios como son ISR, IVA y IETU (disminución de 5.3% del 2007 al 2008).⁵ De hecho para 2009 han reportado menores ingresos, lo que se complica con la crisis económica que enfrentan las economías y sobre todo México.

Los grandes conglomerados han hecho de ésta práctica algo cotidiano, aunque los resultados no siempre son como ellos esperan. Tenemos el caso de Comercial Mexicana, Cemex, Telmex, Vitro, Grupo Alfa, Peñoles etcétera, que han reportado serias pérdidas (reales) por el mal manejo que han tenido sus tesorerías en el uso de instrumentos derivados, que según informes de la Bolsa Mexicana de Valores, las pérdidas por IFD al 2008 alcanzan un valor de 3 800 millones de dólares.

Es decir, en este proceso de financiarización se desarrollan al menos dos escenarios:

- a) Se tiene una baja recaudación fiscal cuando las empresas utilizan la contabilidad creativa para los fines antes mencionados
- b) Un mal resultado por el manejo de IFD, provoca una disminución de las utilidades de las empresas y, por tanto, una menor recaudación fiscal.

Un tercer escenario, lo llamaríamos, colateral, es el efecto en el resto de la actividad productiva, es decir, cuando las cadenas productivas se rompen tienen efectos fiscales severos.

En cualquier caso las consecuencias en las finanzas públicas son negativas y como resultado de ello también los resultados de crecimiento y redistribución del ingreso y las crisis financieras que han presentado escenarios

4 Este tipo de empresas se les conoce como Empresas para Fines Específicos (EFE).

5 Un análisis mas amplio se puede ver en (Soto, 2009).

de ruptura de burbujas financieras, en diversos períodos de tiempo, son resultado inequívoco del proceso de desregulación financiera.

Tratar de solucionar el problema de ingresos fiscales por medio de un incremento en impuestos a los mismos de siempre (IVA de 15 a 16%), en condición de crisis económica, es una medida sin ninguno sustento económico. Se debería gravar las actividades especulativas tanto en la Bolsa Mexicana de Valores como en el Mercado de derivados en México, dado que ahí los recursos que se manejan están muy por encima de la actividad económica interna. Debemos considerar que la autoridad financiera en México autorizó que los participantes extranjeros no paguen el ISR en las transacciones sobre TIEE 28, es decir, el “hoyo” fiscal en México no es provocado porque los vendedores ambulante no pagan impuestos, sino porque la autoridad hacendaria no cobra los impuestos a los conglomerados financieros y no financieros ya sean nacionales como extranjeros en una actividad que está por encima de la parte productiva. Y si retomamos la última información disponible que ha dado la *International Swap and Derivatives Associations* sobre las 500 empresas globales para más importantes para 2009, donde se encuentran Petróleos Mexicanos y Comisión Federal de Electricidad; éstas dos paraestatales negocian con recursos públicos en el mercado más opaco, complejo y riesgoso que existe, realizando transacciones sobre tasas de interés, tipo de cambio y *commodities*, lo cual es inexplicable porque se les permite realizar estas operaciones como si fueran “cualquier” empresa; recordemos el caso de Enron (Soto, 2010), el cual es el típico ejemplo de ¿cómo? se puede llevar a la quiebra a una empresa.

A manera de conclusión

Es importante recalcar que las reformas estructurales llevadas a cabo durante todo el proceso antes señalado han provocado fragilidad económica y financiera, y que ante cambios en el contexto internacional o presiones insostenibles en el mercado domestico provoca efectos serios en la economía, que casi siempre socializan las pérdidas que se generan.

La falta de recursos para lograr un crecimiento y desarrollo dinámico, en parte, es debido a que el objetivo de la mayoría de la inversión en el sistema financiero es precisamente lo contrario, buscar la ganancia financiera en forma más rápida aunque riesgosa y eso se logra en el mercado de derivados (Soto, 2010).

Es por ello que es fundamental replantear el funcionamiento del sistema financiero y en particular del sistema bancario, así como el papel que debe jugar la autoridad monetaria y financiera para que se garantice nuevas vías

de financiamiento al sector productivo para reactivar la economía, de tal forma que se alcance los niveles de crecimiento sostenibles que permitan su desarrollo.

El mercado de derivados ha pasado a ser un factor muy importante para las instituciones financieras y no financieras, en particular para el sistema bancario.

La inversión que han llevado a cabo los participantes financieros en el mercado de derivados, es de llamar la atención dado que ha crecido en forma exponencial a partir del 2000, tanto en el mercado organizado como en el mercado OTC.⁶

El uso de instrumentos derivados lleva muchos años en México, tanto el gobierno como algunas empresas los han utilizado en forma cada vez reiterativa, destacando que en la mayoría de las veces son operaciones OTC, de las cuales difícilmente se puede tener un registro contable estándar sobre ellas y por tanto, darles un seguimiento serial para poder realizar un estudio más detallado sobre éstas. Este mercado explica en parte el crecimiento de la rentabilidad de las empresas financieras y no financieras, lo que implica que se deje de la forma funcional del sistema financiero, en particular, del bancario y que fue explicado en el primer apartado de este trabajo.

Las pérdidas de Citigroup, los rescates por parte del gobierno de Estados Unidos de Fannie Mae y Freddie Mac, la quiebra de Lehman Brothers, las adquisiciones de Merrill Lynch y Bear Stearns por parte de Bank of America y JP Morgan Chase respectivamente o el rescate de la AIG por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, son algunos ejemplos de lo que ha provocado el cambio funcional de la banca a nivel internacional y que, desde luego, tiene repercusiones serias para México por la transferencia de riesgo en que incurren estos megaconglomerados financieros y la adopción de las mismas prácticas financieras de sus filiales.

Es muy importante destacar que la burbuja financiera lejos de haber disminuido, está creciendo; los últimos datos de la Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, demuestran que los megaconglomerados financieros de Estados Unidos, lejos de haberse alejado de la especulación vía mercado de derivados, están incrementándola, lo que generará una burbuja financiera de una magnitud superior a la que reventó en 2007/2008, lo que tendrá efectos muy serios en la economía mundial y en particular la mexicana.

Bibliografía

- Correa, Eugenia, José Deniz y Antonio Palazuelos (2008), *América Latina y el desarrollo económico*, Madrid, Akal, 285 pp.
- Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI, 257 pp.
- (2000), “Conglomerados y Reforma Financiera” en *Comercio Exterior* vol. 50, núm. 6, México, BANCOMEXT, junio 2000, 460-468 pp.
- (2005), “Globalización y estructuras financieras: el caso de México” en Correa, Eugenia, Alicia Girón y Alma Chapoy, *Consecuencias financieras de la globalización*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, 574 pp.
- Correa, Eugenia, Alicia Girón y Alma Chapoy (2005), *Consecuencias financieras de la globalización*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, 565 pp.
- Girón Alicia, Jaime Estay, Osvaldo Martínez (1999), *La globalización de la economía mundial principales dimensiones en el umbral del siglo XXI*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, 444 pp.
- Girón, Alicia (2003), *Crisis financiera*, México, Miguel Ángel Porrúa, 101 pp.
- Guillén, Arturo (2007), *Mito y realidad de la globalización neoliberal*, México, Miguel Ángel Porrúa-UAM_I, 334 pp.
- ISDA, información en línea, www.isda.org
- Kaplan, Marcos (2002), *Estado y globalización*, México, IJ-UNAM, 440 pp.
- Lavoie, Marc (2004), *La economía postkeynesiana*, España, Icaria, 142 pp.
- Mántey, Guadalupe y Noemi Levy (2003), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, México, Miguel Ángel Porrúa-UNAM, 354 p.
- Mántey, Guadalupe y Noemi Levy (2004), *Inflación, crédito y salarios: nuevos enfoques de política monetaria para mercados imperfectos*, México, Miguel Ángel Porrúa, 464 p.
- Partnoy, Frank (2003), *Codicia contagiosa*, Argentina, El Ateneo, 510 pp.
- Soto, Roberto (2010), *Especulación e innovación financiera. Mercado de derivados y consecuencias macroeconómicas en México*, México, Miguel Ángel Porrúa, en prensa.
- Soto, Roberto (2009), Finanzas públicas y mercados de derivados: el uso de la contabilidad creativa en *Realidad Económica* 242, Argentina.