



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

EL MERCADO DE CAPITALES MEXICANO, EVOLUCION
Y PERSPECTIVAS (2000 - 2003)

12/10/04 11:11 AM
LICENCIADO EN ECONOMIA

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMIA

P R E S E N T A :

OSCAR BAUTISTA HERNANDEZ

DIRECTORA DE TESIS: LIC. ROCIO DEL PILAR SANCHEZ MADRID



CIUDAD UNIVERSITARIA

DICIEMBRE DE 2004

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS.

A Dios, por darme vida y salud, condiciones suficientes para hacer de mis sueños una realidad.

A la Gloriosa Universidad Nacional Autónoma de México y especialmente a la Facultad de Economía, por todo lo que me ha dado.

A mis padres, porque no hay palabras para mostrarles mi agradecimiento, y de quienes he recibido la herencia mas grande que pueda tener un hijo, y será ahora responsabilidad mía hacerla efectiva en el corto y largo plazo.

A mis hermanos, por su compañía, afecto y cariño.

A la Familia Villavicencio, por su infinita confianza y apoyo

A Abril Sánchez, por su gran amor, confianza y el apoyo brindado durante muchos años.

A la Lic. Rocío del Pilar Sánchez Madrid, por su tiempo invertido en la elaboración de esta tesis.

A mis Sinodales, por sus importantes aportaciones a este trabajo.

A Mauricio Ortiz, por su amistad y compartir grandes aventuras, en ese ideal de preparatoria desde hace cinco años.

A Carlos Reséndiz, por su amistad y confianza de toda la vida.

A Laura y Aura, por ser lo que son, y lo mas importante, por ser mis amigas.

A Rocío y Alejandro, amigos incondicionales, durante mi estancia en la carrera, porque nunca me dejaron solo, en los momentos que imagine difíciles, además de su valiosa colaboración en el desarrollo de esta tesis.

A todos mis amigos y compañeros que no menciono, no por ello menos importantes, porque compartimos risas y alegrías, pero también tristezas, de quienes me llevo una sonrisa, de la que disfrutare toda la vida.

No quiero convencer a nadie de nada. Tratar de convencer a otra persona es indecoroso, es atentar contra su libertad de pensar o creer o de hacer lo que le dé la gana. Yo quiero sólo enseñar, dar a conocer, mostrar, no demostrar. Que cada uno llegue a la verdad por sus propios pasos, y que nadie le llame equivocado o limitado. (¿Quién es quién para decir "esto es así", si la historia de la humanidad no es más que una historia de contradicciones y de tanteos y de búsquedas?)

Si a alguien he de convencer algún día, ese alguien ha de ser yo mismo. Convencerme de que no vale la pena llorar, ni afligirse, ni pensar en la muerte. "La vejez, la enfermedad y la muerte", de Buda, no son más que la muerte, y la muerte es inevitable. Tan inevitable como el nacimiento.

Lo bueno es vivir del mejor modo posible. Peleando, lastimando, acariciando, soñando. (¡Pero siempre se vive del mejor modo posible!)

Mientras yo no pueda respirar bajo el agua, o volar (pero de verdad volar, yo solo, con mis brazos), tendrá que gustarme caminar sobre la tierra, y ser hombre, no pez ni ave.

No tengo ningún deseo que me digan que la luna es diferente a mis sueños.

Jaime Sabines

Introducción	I
Objetivos Generales	V
Objetivos Particulares	V
Hipotesis	VI
Contenido de la Investigación	VII

APROXIMACIÓN AL MARCO TEORICO DEL MERCADO DE CAPITALES.

1.1 Las expectativas racionales	2
1.2 Mercados Eficientes.	7
1.2.1 Concepto de Mercados Eficientes	8
1.3 La Hipótesis de la eficiencia del mercado	10
1.4 Mercados Eficientes y su aplicación en la Bolsa de Valores	18

APROXIMACIÓN AL MARCO HISTORICO DEL MERCADO DE CAPITALES.

2.1 La globalización Financiera	22
2.2 El Sistema de Bretton Woods	23
2.2.1 Rompimiento del Sistema Bretton Woods	25
2.2.2 Pos Bretton Woods. Etapas después del rompimiento	26
2.3 Desregulación Financiera en los Mercados Financieros	30
2.3.1 Desregulación Financiera en México	32

EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO Y MERCADO DE VALORES

3.1 El Sistema Financiero Mexicano	43
3.2 El Mercado de Valores	49
3.3 Instrumentos utilizados en el Mercado de Valores	60

EL MERCADO DE CAPITALES MEXICANO Y LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

4.1 El mercado de Capitales	71
4.1.1 La perspectiva del prestatario: Un menor costo del capital	73
4.1.2 La perspectiva del inversionista: Diversificación de carteras	75
4.2 El IPC. Índice de Precios y Cotizaciones	78
4.3 México inmerso en la era global	79
4.3.1 El mercado de capitales en la economía	81
4.3.2 Evolución del Mercado de Capitales Mexicano	
La concentración del mercado	86

4.4	El mercado de Capitales Mexicano en el contexto macroeconómico Nacional	95
4.5	El Mercado de Capitales Mexicano y los Mercados de Capital Extranjero	99
4.6	Importancia de los múltiplos del mercado	107
4.7	Emisión de valores en Mercados Foraneos	109
4.8	Crecimiento de los Mercados de Capital Internacionales	110
MÉXICO EN LOS MERCADOS EMERGENTES		
¿HACIA DONDE VAN?		
5.1	Mercados Emergentes	114
5.2	Movilización de recursos en Mercados Emergentes	117
5.3	México, parte de los Mercados Emergentes	120
5.4	El mercado Global de Capitales	124
5.4.1	El mercado Global. BMV	125
5.5	Desmutualización de la Bolsa	132
5.6	Alternativas de Financiamiento. Consecuencia de la Reforma Financiera	135
5.7	Futuro del Principal indicador del Mercado de Capitales Mexicano. Un análisis de series de tiempo	137
Conclusiones		144
Anexo		149
Bibliografía		168

INTRODUCCIÓN

Indudablemente el financiamiento es una forma mediante la cual se obtienen recursos externos a la empresa, necesarios a ésta que deben ser cubiertos como consecuencia de que los flujos y las utilidades generadas, no son suficientes para desarrollar avances dentro de las mismas. Con la obtención de estos, pueden gestarse nuevos proyectos de inversión, al crear condiciones para introducir mejoras en procedimientos administrativos y tecnológicos disponibles en el mercado internacional de bienes y servicios.

El mercado internacional de capitales, se encuentra inmerso en una economía global cuya característica principal no es solo la de comerciar bienes y servicios, también permite la libre circulación de capitales, es decir, el capital financiero, mismo que tiene una posición privilegiada¹ y con mayor movilidad que los demás factores de producción.

No obstante que el mercado de capitales opera bajo el marco de la hipótesis de la eficiencia del mercado, esto no quiere decir que verdaderamente se apegue a la teoría y que las expectativas sean meramente racionales, por lo que Soros menciona:

“Una hipótesis financiera no tiene que ser verdadera para ser rentable, es suficiente con que llegue a ser aceptada generalmente”²

Indicando en este sentido, que bajo la perspectiva de obtener ganancias en el mercado de valores en detrimento de la estructura de la teoría y de la actividad productiva, su pueden realizar apuestas a expectativas defectuosas, que después de ser corregidas son pocos los que pueden aprovechar el efecto y obtener beneficios. Esta situación no es ajena al sistema, pues él mismo ha generado condiciones para una nueva forma de operación de los mercados financieros.

¹ Soros, George. La Crisis del Capitalismo Global. Ed. Plaza Janés. México 1999. Pág.21

² Ibidem, Pág. 54

Al respecto, cobra singular importancia la participación de los gobiernos al adoptar las condiciones que impone la estructura económica global sobre el funcionamiento de los mercados financieros, los cuales gozan del apoyo de las instituciones financieras internacionales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, que han convertido esta forma económica en un lineamiento indispensable de operación.

La intención, dejar operar la economía a las libres fuerzas del mercado, que suponen tienden al equilibrio, principalmente en los mercados financieros, están mal basados en una analogía de la física, pues los cuerpos físicos se mueven independientemente del pensamiento humano, pero, en el caso de los mercados financieros, se intenta predecir el futuro, que esta influenciado por las mismas decisiones que las personas toman en el presente, convirtiéndolo en un mercado incierto y de expectativas diferentes³.

Las distintas formas por las que adoptan los cambios en el interior de un país son en ocasiones impuestos – como el caso de México – mediante *tratos*, como el Consenso de Washington, que contiene los lineamientos de política económica, monetaria, financiera, laboral, que conllevan a una situación de aparente salud económica, adoptando situaciones en condiciones no aptas, como en el caso de las economías subdesarrolladas, que tienen que sacrificar parte de sus sectores sociales para llevar a cabo la reducción de su déficit presupuestal que darán certeza a las inversiones extranjeras. Estos países han desregulado y reformado sus sistemas financieros, han privatizado la mayoría de las empresas que en algún momento han pertenecido o al menos en parte, al sector público, en muchas de las ocasiones con rentabilidades extraordinarias como el caso de Telmex, que conducen al país a perder soberanía e incremento de la dependencia económica de empresas y gobiernos extranjeros.

Esta situación lleva a las empresas a un estado vulnerable, pues ante una política monetaria restrictiva, que se mantiene como eje principal de la política económica para mantener niveles bajos de inflación lleva a una reducción del crédito, dificultando la percepción de recursos mediante los cuales las empresas mexicanas tengan esperanza de crecimiento.

³ Ibidem. Pág. 25

Es allí donde se vincula la posibilidad de obtener recursos mediante los mercados financieros, principalmente vía emisión de acciones, por ser una fuente de recursos baratos, que invitan a inversionistas (agentes superavitarios de recursos) a participar como socio activo de la empresa, compartiendo los mismos riesgos y beneficios, donde las inversiones se realizan principalmente con horizontes largos. Este tipo de financiamiento se puede conseguir mediante el mercado de capitales, que tiene características específicas, pero ajustadas a un modelo de libre mercado, que lo vuelve volátil e incierto. Tal es el caso del mercado mexicano, que mantiene un mercado concentrado y con requisitos difíciles de alcanzar por el empresariado nacional, que en el mejor de los casos atienden a micro o pequeñas empresas, pero predominando las de supervivencia.

Un mercado de capitales otorga ventaja para los demandantes de recursos, al hacerse llegar de estos con dinero fresco en la emisión primaria, y para los oferentes de recursos, la posibilidad de conformar portafolios de inversión, para diversificar el riesgo, y obtener rendimientos, sin embargo, dado que el mercado es incierto y con características propias del ser humano, crea falsas expectativas y vuelve al mercado en especulativo mediante la operación de valores en el mercado secundario, es decir, en los cuales puedan hacerse de altos rendimientos en periodos relativamente cortos, en los que después de haber conseguido beneficios abandonan la nación.

Existen mercados de capital desarrollados, y en condiciones muy diferentes a las mexicanas, como una gran cantidad de emisores, lo que amplía la capacidad de liquidez, teniendo la seguridad que para un título ofrecido existirá una contraparte, es decir, alguien que lo quiera adquirir, además de ser captadas por la comunidad bursátil como entidades con mejores expectativas.

Existe una tendencia general, en la que se buscan rendimientos en mercados emergentes – de los cuales México forma parte – por tener expectativas mas claras de crecimiento que los países desarrollados, como consecuencia de que estos últimos han presentado grandes e importantes inestabilidades económicas y políticas, entre la que destaca la del 11 de septiembre de 2001, pues los países emergentes se han mantenido al margen de estas situación, proporcionado ciertas seguridades, al tener niveles menores de riesgo país, elemento importante para la obtención de una buena calificación por parte de las evaluadoras, en cuanto a posibilidades de inversión se refiere.

Existe el problema, de que a estos mercados se destinan ciertos tipos de inversiones, entre las que predominan las especulativas y de corto plazo, y en mínima parte las que llegan a procesos productivos, lo que desemboca en la consecuencia de buscar nuevas alternativas de financiamiento, tan comunes, y organizadas por los mismos dueños de negocios y trabajadores.

Estas condiciones no son óptimas para que las empresas puedan generar riqueza y obtengan rendimientos que eleven el nivel de competitividad, característica principal para participar en la economía global, llegando al estancamiento y dando paso exclusivamente a los gigantes corporativos transnacionales.

Objetivo General

- El objetivo general es analizar la evolución y el desarrollo del Mercado de Capitales, el cual opera bajo el supuesto de la hipótesis de la eficiencia de mercado, aunado al proceso de Desregulación Financiera como consecuencia del cambio en la estructura del Sistema Económico Internacional, situación que limita la posibilidad a las empresas de obtener financiamiento por esta vía.

Objetivos Particulares

- Analizar las variables más importantes vinculadas al mercado de capitales nacional y su participación en la economía internacional, así como los comparativos con los mercados de capital de mayor reconocimiento internacional, y mercados emergentes dentro de los cuales se encuentra inmerso el mercado mexicano.
- Analizar las razones por las cuales las empresas buscan fuentes alternativas de financiamiento fuera del Sistema Financiero.

HIPÓTESIS.

El sistema económico mundial esta evolucionando y los factores que participan en el funcionamiento del mismo deben mantener un comportamiento óptimo que permita su desarrollo. México realiza constantemente intentos por ajustar sus condiciones que le permitan funcionar de manera eficiente en el Mercado Financiero Internacional, sin embargo, las condiciones por las que atraviesa el país como presiones inflacionarias y cambiarias, el escenario de restricción monetaria y el limitado dinamismo económico, influyen en el comportamiento de la bolsa de valores y el mercado de capitales, que no permiten mayor dinamismo a estos. Por lo anterior, es necesario cuestionarnos cual es el rumbo del mercado accionario mexicano ante factores como estos, que además opera bajo incertidumbre, y cuál será la respuesta de la IP, ante sus expectativas de crecimiento mediante la fuente de financiamiento externo como el mercado accionario y las oportunidades que proporciona el mercado de capitales.

CONTENIDO DE LA INVESTIGACIÓN

La presentes tesis esta integrada de cinco capítulos. En el capítulo primero se presenta el marco teórico sobre el cual se sustenta al mercado de capitales, es decir, en la hipótesis de las expectativas racionales, que bajo el nombre de la hipótesis de mercado eficiente supone una estructura óptima de operación, pues asume, que toda la información necesaria para el óptimo funcionamiento del mercado se encuentra disponible en los mismos precios de los activos. Supone la existencia de seres racionales maximizadores de riqueza que basan sus posturas de mercado en el procesamiento eficiente de la información disponible.

En el segundo capítulo se muestra la evolución del sistema monetario internacional a partir de la etapa de existencia del Sistema Bretón Woods, mismo que al colapsarse dio origen a una nueva estructura financiera donde adquieren mayor importancia las grandes potencias industriales, permitiendo la libre movilidad de capitales, de parte de los mas grandes grupos financieros que basan su actividad principal en servicios financieros de tipo especulativo de cartera en detrimento de las actividades productivas. Se muestra la forma mediante la cual, México se integra en esta Globalización Financiera, la evolución de su sistema y la desregulación del mismo para dar paso al flujo de capitales provenientes del extranjero.

En el tercer capítulo se describe al sistema financiero en general, las entidades mediante las cuales fundamenta su operación y el motivo de su existencia, mismo que ya no cumple con sus papel de propiciar el desarrollo económico como consecuencias del cambio en la tendencia de su forma de operación. Se presenta también, el mercado de valores mexicano y sus principales características, así como, los instrumentos de los cuales se sirve para llevara cabo sus operaciones en el mercado bursátil.

En el cuarto capítulo se desarrolla de manera detallada: ¿qué es el mercado de capitales?, sus características, y que es lo que esperan los participantes del mercado al interactuar en el mismo, y dado que el desarrollo del trabajo esta enfocado al mercado mexicano, se presenta el principal indicador del mismo. Se presenta cual es la

participación del mercado de capitales en la economía nacional e internacional, así como la forma en que el mercado ha evolucionado, basado en comparaciones con los principales países desarrollados y emergentes, países en los que la economía nacional se encuentra inmersa.

En el capítulo quinto se muestran las características principales de las naciones emergentes, así como las razones por las cuales el mercado mexicano participa en ellos, del mismo modo se presentan las causas por las cuales las empresas nacionales se ven obligadas a buscar distintas formas de financiamiento, en ocasiones fuera de los lineamientos formales, y por último un análisis de series de tiempo del principal indicador del mercado, en el que se pretende mostrar el comportamiento del mercado en la economía nacional.

APROXIMACIÓN AL

MARCO TEORICO

1.1 Las Expectativas racionales

Tomando como punto de partida aquellas situaciones en las que los agentes tomadores de decisiones, tienen que buscar alternativas que brinden soluciones óptimas a los problemas del mundo real en lugar de limitarse a elegir una de las ya existentes, y dado que los mismos agentes deben decidir en que momento realizar la elección, se añade al problema de decisión un nivel extra de complejidad. John Muth, enfoca el problema a partir de la equivalencia cierta¹ que sería la clave para afrontar el problema que podría dominarse “ la Interacción entre las expectativas² y la realidad”

Generalmente, las expectativas constituyen un elemento esencial a considerar en las decisiones sobre política económica, dado que influyen en el comportamiento económico de los individuos. Las expectativas reflejan cierto grado de conocimiento o grado de convicción sobre las consecuencias que implicaría la decisión de tomar una decisión en particular, en el sentido de que a través de ellas se intenta dirigir el rumbo de los acontecimientos económicos.

En un trabajo de Nerlove³ en el que se puso de manifiesto el hecho de que las decisiones del cultivo de los agricultores dependían de los precios que esperaban recibir cuando la cosecha fuese vendida, mostrando de esta forma que supuestos diferentes a la formación de expectativas de precios, se podían alterar drásticamente la dinámica de los precios de mercado, y en ese sentido, las oscilaciones de los precios pueden variar a lo largo del tiempo, dependiendo de los parámetros de las curvas de oferta y demanda.

¹ Situación en la cual las empresas consideran el valor esperado de las ventas futuras ignorando otros momentos de la distribución de probabilidad de las ventas, facilitando el cálculo de las políticas de inventarios al reducir las necesidades de cálculo de los responsables de la toma de decisiones. Sheffrin, Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág. 14

² Se conoce con el nombre de expectativas a las previsiones que los agentes realizan sobre la magnitud en el futuro de las variables económicas

³ citado en: Sheffrin, Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág. 15

En otro trabajo realizado por Cagan⁴, en el cual desarrollo un modelo en el que la velocidad del dinero dependía inversamente de la inflación esperada, que a su vez, era función de la inflación pasada. El modelo tenía la propiedad de que un incremento autónomo de la inflación esperada conduciría a un incremento en la velocidad, provocando un nuevo aumento en los precios, y este conllevaría nuevamente un aumento en la inflación y nuevamente en la velocidad.

En ambos trabajos la dinámica explícita de los precios dependía de la naturaleza precisa de las expectativas sobre ellos, demostrándose de este modo, que no eran insensibles a cambios en el modo mediante el cual las expectativas se formaban, y el trabajo teórico y empírico descansaba de manera crítica en la especificación exacta de los mecanismos de las expectativas de los precios.

Así, si los modelos son sensibles a la formación de expectativas, la falta de una teoría de las expectativas resulta una situación insatisfactoria.

John Muth, en un artículo llamado, "Las expectativas racionales y la teoría de los movimientos de precios"⁵ noto el problema, indicando que, en la realización de los modelos dinámicos completos se han utilizado formulas con expectativas, pero, no existe la evidencia, de que las relaciones guarden semejanza con la forma en que trabaja la economía.

Se hacia claro el hecho que para Muth, los modelos económicos existentes no incorporaban un comportamiento racional suficiente, por lo que formulo la hipótesis de las expectativas racionales, en la que supone que los agentes económicos realizan sus predicciones utilizando toda la información disponible. En palabras de Muth:

"Me gustaría sugerir que las expectativas, como son predicciones informadas de acontecimientos futuros, son esencialmente lo mismo que las predicciones en la teoría económica relevante...La hipótesis afirma tres cosas: (i) la información es escasa, y el sistema económico generalmente no la desperdicia; (ii) la manera en que se forman las expectativas depende específicamente de la estructura del sistema relevante que describe la economía; (iii) una predicción pública, no tendrá un efecto sustancial en el funcionamiento del sistema económico (al menos que se base en información interna)".⁶

⁴ Ibidem. Pág. 15

⁵ citado en : Pi Anguita, Joaquín La hipótesis de las expectativas racionales y la ineficacia de la política económica. Universidad Complutense de Madrid. 28223. Madrid. España.

⁶ Muth, J.F. (1961): Las expectativas racionales. y la teoría de los movimientos de precios". *Econometría* (sn).

Sin embargo, para comprender la lógica de las expectativas racionales se debe de estar familiarizado con conceptos como los de densidad de probabilidad, densidad de probabilidad condicionada principalmente, pues se utilizan en la literatura de las expectativas racionales.

Para comprender el concepto de probabilidad condicionada, cito textualmente el ejemplo hecho por Sheffrin:⁷

Imagine que un extraño se le acerca en un tren pretendiendo jugar a un juego de azar con un dado que saca de su bolsillo. Usted examina el dado, notando que tiene seis números y no existen deformidades obvias. En su mente usted asigna una probabilidad de un 1/6 a la ocurrencia de cada número del dado.

Suponga, sin embargo, que una hora antes de que el extraño se le acercase, un conductor del tren había recorrido los pasillos avisando a los pasajeros de la existencia de un extraño con un dado cargado. El conductor le dijo a usted que el número tres del dado, salía la mitad de las veces, mientras que los otros números se repartían la probabilidad restante. Disponiendo de esta información, usted asignaría el 50% de la probabilidad a la ocurrencia de un 3 y el 10% de probabilidad a la ocurrencia de cada uno de los otros números.

Ahora hay dos distribuciones de probabilidad diferentes – una correspondiente al caso de que usted estuviera avisado y otra a la situación en la cual estuviese a merced del extraño con el dado cargado -. En el primer caso, su distribución de probabilidad puede ser descrita como condicionada al aviso del conductor.

Es de este modo mediante el cual, los agentes económicos tomaran sus decisiones basándose en el información disponible en el momento.

Por lo tanto la expectativa condicionada queda especificada del siguiente modo.

$$\left. \text{Expectativa condicionada} \right\} = E[X_t | I_{t-1}] = \int_a^b X_t f(X_t | I_{t-1}) dX_t$$

⁷ Sheffrin, Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág. 18

Donde:

I_{t-1} El conjunto de información disponible por los agentes económicos en el tiempo $t-1$.

X_t Variable aleatoria, por lo tanto, la función:

$f(X_t|I_{t-1})$ representara la densidad de probabilidad condicionada de la variable aleatoria, X_t , dada la información disponible en el tiempo $t-1$.

La expectativa condicionada de una variable aleatoria es el valor esperado de la variable, formado utilizando la densidad condicionada.⁸

Entendiendo las propiedades de las expectativas condicionadas, se consideran las expectativas condicionadas como predicciones de las variables aleatorias, que relacionado con cualquier predicción, existe el error de predicción, ϵ_t , que se define como:

$$\text{Error de previsión: } \epsilon_t = X_t - E[X_t|I_{t-1}]$$

En estas circunstancias, el error de predicción tiene dos propiedades importantes, la primera establece que la expectativa condicional del error de predicción es cero, siguiendo el hecho de que en el tiempo $t-1$ la expectativa condicionada (o de predicción) es conocida, por lo que su expectativa condicionada es la propia predicción, resultando:

$$E[\epsilon_t|I_{t-1}] = E[X_t|I_{t-1}] - E[X_t|I_{t-1}] = 0$$

La segunda propiedad se conoce como la propiedad ortogonal, y establece que los errores de predicción no deberán estar correlacionados con cualquier información disponible para los actores económicos.

La hipótesis de las expectativas racionales de Muth, iguala dos conceptos distintos; las expectativas psicológicas, subjetivas, que los agentes económicos poseen de las variables económicas, se igualan a la esperanza matemática

⁸ Ibidem Pág. 19

condicionada de esas variables, es decir, las expectativas de la gente, son por término medio, iguales a los valores verdaderos de las variables, por lo tanto, existe una relación entre las creencias de los individuos y el comportamiento estocástico real del sistema. Esta es la presencia del enfoque de las expectativas racionales.

Las expectativas son racionales, si, dado el modelo económico dan lugar a los valores de las variables que igualan, por término medio, a las expectativas. Sin embargo, las expectativas se alejan de los valores reales, a causa de la existencia de incertidumbre en el sistema y en caso de que esta no existiera, habría previsión perfecta, lo que conduciría a la predicción de valores reales, sin embargo la hipótesis de las expectativas racionales, permite la existencia de incertidumbre en los sistemas económicos.

Es importante destacar, que no es necesario que los individuos tengan idénticas expectativas para que se pueda utilizar la hipótesis de expectativas racionales. Muth señaló, sin embargo, que las expectativas de los individuos deberían distribuirse alrededor del verdadero valor esperado de la variable a predecir. Es decir, la media de las predicciones de los individuos sería el verdadero valor esperado de las variables, aunque los individuos podrían naturalmente diferir en sus opiniones.

Una vez que se abandona el supuesto de que los individuos son idénticos, se puede analizar desde otra óptica la hipótesis de las expectativas racionales, es decir, desde el punto de vista del arbitraje.⁹

En efecto, basta con que unos pocos individuos realicen operaciones de arbitraje en un mercado - por ejemplo, el de divisas -, para que se produzca la igualación del precio en el mercado - en el ejemplo citado, la igualación del tipo de cambio en las diferentes plazas financieras. El mismo principio se aplica a la hipótesis de expectativas racionales. Si existe beneficio económico que se puede obtener analizando información para predecir el futuro, podemos esperar que algunos individuos persigan esta estrategia. El mercado puede, por tanto, comportarse como si fuera racional incluso si muchos individuos del mercado son simplemente pasivos.

⁹ Ibidem. Pág. 23

1.2 Mercados Eficientes

La propuesta de que los mercados procesan la información de manera eficiente, puede ser controvertida en el marco de los modelos macroeconómicos, pero ha servido como fundamento de la investigación en los mercados financieros. La hipótesis de las expectativas racionales, vestida con el nombre de modelo de mercados eficientes, ocupa un lugar central, en el desarrollo de estudios e investigaciones en los mercados financieros. Dicho modelo de mercado eficientes, afirma que los precios de las acciones son plenamente flexibles y que reflejan toda la información disponible. En sus afirmaciones más formales, el modelo sugiere que los precios están relacionados con las expectativas condicionadas.¹⁰

El mecanismo mediante el cual los mercados se vuelven eficientes, encuentra explicación según las palabras de Cootner:

“Dada la incertidumbre del mundo real, los muchos inversores reales y potenciales tendrán muchas, quizá el mismo número, de predicciones de los precios...Si cualquier grupo de inversores actuase sistemáticamente mejor que la media en la predicción del precio de las acciones, su labor acercaría el precio corriente al verdadero valor. Por el contrario, los inversores con una capacidad de predicción por debajo de la media tendrían cada vez menos peso. Si este proceso funcionase suficientemente bien, el precio corriente reflejaría la mejor información en torno al futuro en el sentido de que el precio corriente, más los beneficios normales, sería el mejor estimador del precios futuro.”¹¹

Asegurando de este modo, que mediante la competencia entre los inversores, la información más exacta se incorpora en los precios y el mercado funciona eficientemente.

Según investigaciones empíricas sobre el comportamiento de los precios en los mercados financieros, revelo que el comportamiento de los precios siguen un orden de procesos aleatorios¹²

¹⁰ Ibidem.. Pág. 124

¹¹ Cootner. Citado en: Sheffrin, Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág. 125

¹² Se dice que los precios siguen un proceso aleatorio si los cambios de los precios se distribuyen independientemente y son aleatorios.

1.2.1 Concepto de Mercados Eficientes

Se dice que un mercado de valores es eficiente cuando la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (valor actual de todos los flujos de caja esperados).¹³

En otras palabras, los precios de los títulos negociados en los mercados financieros eficientes reflejan toda la información disponible y ajustan adecuada y rápidamente la nueva información, además de suponer que la información es gratuita, así, en un mercado eficiente, todos los precios de los títulos estarán debidamente valorados. Bajo esta perspectiva, en el caso en que se produjera una disparidad entre el precio de mercado del título y su valor intrínseco, este momento de ineficiencia temporal sería aprovechado por los especuladores para beneficiarse.

Sin embargo, y de manera normal, es difícil determinar el precio teórico de cualquier título, dado que las expectativas de ganancias futuras o las predicciones sobre la evolución del marco socioeconómico son diferentes para cada individuo. Si el mercado es eficiente, las estimaciones del valor de un activo financiero deberán oscilar de forma aleatoria alrededor de su verdadero valor. Por lo tanto, todos los inversores tienen las mismas probabilidades de ganar o perder. Este tipo de mercado debe ser forzosamente competitivo, puesto que es la única manera de que toda la información que afecte al valor de los títulos se refleje inmediatamente en sus precios.

Si existiera alguien que fuera capaz de predecir cuándo va a producirse una nueva información y cómo afectaría a los precios de los títulos estaría en ventaja con respecto a los demás competidores, sin embargo, la información reciente no se puede predecir antes de que se produzca porque si así fuese la predicción formaría parte de la información actual. Por lo tanto las alteraciones en los precios reflejarán precisamente lo impredecible, ello hace que la serie de cambios en los precios sea de

¹³ Aragonés José R y Mascareñas Juan. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. Universidad Complutense de Madrid. Análisis Financiero n° 64. 1994. Págs.: 76-89

tipo aleatorio, es decir, que siguen un recorrido aleatorio¹⁴ como resultado natural de los precios que reflejen todo el conocimiento disponible en el mercado financiero en su totalidad.

Economistas como Fama, Alexander y Cootner,¹⁵ afirmaron que los procesos aleatorios aproximados de los precios de las acciones eran los resultados de un mercado competitivo ideal. Pensaron que la evidencia indicaba que el mercado estaba procesando información eficientemente, pero no ofrecían una teoría formal que relacionara la eficiencia del mercado con las propiedades estadísticas de las series de precios. Samuelson,¹⁶ fue el primero en desarrollar una teoría rigurosa de los mercados eficientes, cuyo trabajo descansa sobre una propiedad fundamental de las expectativas condicionadas. El trabajo de Samuelson puede ilustrarse de la siguiente manera:

En el tiempo t , un individuo predice el precio de un stock P_t , con varios días de antelación, y su predicción es la expectativa condicionada del precio.

$$\text{Previsión para hoy: } E[P_T | I_t] \quad T > t$$

Al día siguiente el individuo hace de nuevo otra predicción del precio, que también es su expectativa condicionada.

$$\text{Previsión para mañana.} = E[P_T | I_{t+1}] \quad T > t+1$$

En el tiempo t la predicción que el individuo hará mañana es una variable aleatoria porque entre hoy y mañana habrá nueva información disponible. Dado que esas predicciones son expectativas condicionadas tienen la siguiente propiedad. *La expectativa de hoy de la predicción de mañana es igual a la predicción de hoy, o simbólicamente:*

$$E \{ E[P_T | I_{t+1}] | I_t \} = E [P_T | I_t]$$

¹⁴ Quiere decir que las variaciones en los precios de los títulos es impredecible.

¹⁵ Sheffrin, Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág. 136

¹⁶ Citado en: , Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.136

De este modo, aunque mañana este disponible nueva información que mejore la predicción, la mejor conjetura de cual será esa información esta ya incorporada en la predicción de hoy.

Samuelson basa la prueba de que los precios de futuros fluctúan aleatoriamente en esta relación matemática. El supuesto clave es que el mercado fija los precios de futuros igual a la expectativa condicionada del precio al contado correspondiente a la fecha de vencimiento del contrato. Si $F(t, T)$ es el precio en el tiempo t , de la entrega futura de una mercancía en el tiempo T , se puede expresar el supuesto como:

$$F(t, T) = E[P_T | I_t]$$

De forma similar, el precio considerado el día siguiente $F(t+1, T)$ es:

$$F(t+1, T) = E[P_T | I_{t+1}]$$

De esta manera Samuelson probó que la ganancia esperada asociada al mantenimiento de un contrato de futuros desde el periodo t al periodo $t+1$ es cero.

$$E[F(t+1, T) - F(t, T) | I_t] = 0$$

La ganancia de mantener un contrato durante un día es $F(t+1, T) - F(t, T)$; el teorema dice que la ganancia esperada por el mantenimiento del contrato es cero.

1.3 La hipótesis de la eficiencia del mercado.

Aunque fue Samuelson el primer teórico de los mercados eficientes, fue Eugene Fama, quien combinó la teoría y la evidencia empírica para obtener un caso persuasivo de la hipótesis de los mercados eficientes.

Eugene Fama definió los mercados eficientes como un "juego equitativo" en el que los precios de los títulos reflejan completamente toda la información

disponible. Esto es, si los mercados son eficientes, los títulos están valorados para proporcionar un rendimiento acorde con su nivel de riesgo.¹⁷

La hipótesis básica de la eficiencia de mercado es que los mercados financieros utilizan la distribución de probabilidad condicional verdadera en la determinación de precios.

Si $f^m(P_t | I_{t-1})$ es la distribución de probabilidad del mercado de los precios futuros condicionada por el conjunto de información I_{t-1} , y $f(P_t | I_{t-1})$ es la distribución condicionada verdadera, entonces la teoría establece que:

$$f^m(P_t | I_{t-1}) = f(P_t | I_{t-1})$$

La hipótesis por sí misma no puede ser verificada, para contrastar la teoría son necesarias otras dos hipótesis.¹⁸

1. El conjunto de información debe ser especificado
2. Hay que formular un modelo de determinación de los precios de equilibrio del mercado.

Fama en "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work."¹⁹ propuso una clasificación en torno a los conjuntos de la información.

Los contrastes poco precisos, utilizan un conjunto de información que incluye solo precios pasados, los contrastes intermedios, aumentan la información con precios pasados con cualquier otra información pública disponible, y los contrastes muy precisos que incluyen la información pública disponible.²⁰ Al respecto es posible agregar lo siguiente.

La hipótesis fue realizada desde principios de la década de los sesenta. La hipótesis afirma que los precios de las acciones reflejan completa e instantáneamente

¹⁷ FAMA, E.F. : "The Behavior of Stock Market Prices". Journal of Business, 38, enero. 1965. Págs.: 34-105 Citado en. José R. Aragonés y Juan Mascareñas. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. Universidad Complutense de Madrid. Análisis Financiero nº 64. 1994. Págs.: 76-89

¹⁸ Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.141

¹⁹ FAMA, E.F. (1970): "Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work.". The Journal of Finance, 25, Nº 2, mayo. Pág. 383. Citado en: Aragonés José R y Mascareñas Juan. La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital. Universidad Complutense de Madrid. Análisis Financiero nº 64. 1994. Págs.: 76-89.

²⁰ Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.141

toda la información existente en el mercado²¹ (no solo los datos actuales, sino también las previsiones, pues también son información).

Sin embargo, para que se cumpla la hipótesis de la eficiencia de los mercados deben seguirse la siguientes hipótesis²²:

- Toda la información es pública, compartida por todos y gratis.
- No hay costes de transacción.
- Todos los inversores coinciden en su apreciación sobre el comportamiento de los precios; es decir, coinciden en que variables influyen y en que medida los hacen sobre los precios bursátiles.
- Los participantes del mercado (inversores) son seres inteligentes que tratan de maximizar su beneficio.

La eficiencia del mercado descarta la posibilidad de existencia de individuos astutos, no existe regla de inversión que pueda batir al mercado; y si la información que tiene el individuo es la misma que posee el mercado, cualquier estrategia que suponga compra y venta de acciones dará peor resultado que mantener la acción, debido a las comisiones.

Harry Roberts, realizó esta clasificación ya clásica y universalmente utilizada de las diversas formas de eficiencia:²³

Eficiencia débil:

Los precios recogen todo la información contenida en las transacciones anteriores, precios, volúmenes, tendencias, etc. Lo que pasa en el presente es independiente de los sucesos ocurridos en días anteriores, es decir, las rentabilidades bursátiles son independientes de un día para otro. Si el mercado es eficiente en su forma débil, el análisis técnico sería totalmente inútil.

Eficiencia semifuerte:

Afirma que toda la información disponible públicamente sobre la situación de la empresa y de la economía en general (fundamental) esta ya reflejada en el precio.

²¹ Al hablar de mercado se hace referencia en forma general a todos los participantes en el mundo bursátil que intervienen con sus decisiones en la formación de precios.

²² Martínez Abascal, Eduardo. *Invertir en Bolsa: Conceptos y Estrategias*. Ed. Mc Graw Hill. Madrid – España. 1999. Pág. 186

²³ Harry Roberts, *Stock Market and Financial Analysis: Methodological Suggestions*. *Journal of Finance*. 14 de Marzo de 1959. citado en: Martínez Abascal, Eduardo. *Invertir en Bolsa: Conceptos y Estrategias*. Ed. Mc Graw Hill. Madrid – España. 1999. Pág. 187

Si el mercado es eficiente en su forma semifuerte el análisis fundamental es inútil a la hora de conseguir resultados que superen a los del mercado.

Eficiencia fuerte:

Sostiene que los precios incluyen no solo la información pública disponible, sino también la información privilegiada poseída por los gestores de la empresa, lo que se conoce como *insider information*.

Sin embargo, además de precisar el conjunto de la información, se requiere un modelo de equilibrio de mercado para verificar las proposiciones relacionadas con los mercados eficientes. Todos los modelos de equilibrio han sido expuestos en términos del rendimiento esperado. La literatura financiera, ha empleado tres modelos básicos de rendimientos esperados; el de rendimientos esperados positivos, el de rendimientos esperados constantes, y el de rendimientos esperados que siguen un modelo de determinación de los precios de los activos de dos parámetros. Cada modelo de rendimientos esperados sugiere diferentes contrastes de eficiencia que merecen consideración, sin embargo en todos los modelos el rendimiento de un activo Z_t se define como:

$$Z_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Donde:

D_t = Suma de todos los dividendos o pagos de cupones recibidos en el tiempo $t-1$ y el tiempo t .

P_t = Precio de la acción en el tiempo t .

Es decir, el rendimiento de un activo esta constituido por los dividendos que produce mas las ganancias de capital.²⁴

A continuación se muestran los tres modelos de acuerdo a los criterios de Sheffrin:

Los rendimientos esperados son positivos:

Es el primero y mas simple de los modelos de equilibrio, afirma que los precios de los activos se fijan siempre de forma que los rendimientos esperados de

²⁴ Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.140

todos los activos sean positivos, es decir, $E(Z_t) > 0$. Las expectativas se toman con respecto a la distribución de probabilidad condicionada verdadera, dado el conjunto de información. Los rendimientos esperados de los activos pueden variar de tiempo en tiempo o de activo a activo, pero se supone que son positivos en cada periodo.

Si los rendimientos esperados son siempre positivos la estrategia de comprar y mantener una acción dominara cualquier otra estrategia que dicte la venta a corto plazo o el no mantenimiento de la acción durante algún periodo de tiempo. Desde el momento en que los rendimientos esperados son siempre positivos, el no mantenimiento de una acción significa sacrificar el rendimiento esperado, mientras que la venta a corto plazo, es esencialmente un juego que envuelve la posibilidad de que el rendimiento esperado no sea positivo. Por tanto, la hipótesis conjunta de mercados eficientes y de estrategia que envuelve la venta a corto plazo o el no mantenimiento de una acción y produce consistentemente rendimientos mas elevados que los generados por las estrategias de comprar y mantener.

Los rendimientos esperados son constantes.

Un modelo de equilibrio utilizado en la literatura de los mercados eficientes asume que el rendimiento esperado del mantenimiento de acciones es constante en el tiempo. Si el rendimiento esperado de una acción es constante, cualquier correlación serial de los datos pasados de los rendimientos es un indicador del fracaso del mercado. La hipótesis de que los rendimientos esperados son constantes puede escribirse como:

$$E[\tilde{Z}_t - \bar{Z} | I_{t-1}] = 0$$

Donde:

\bar{Z} = Rendimiento constante esperado.

\tilde{Z}_t = Rendimiento efectivo.

La propiedad de ortogonalidad, requiere que la diferencia entre los rendimientos actuales y esperados no este correlacionada con cualquier información pasada; si este no fuera el caso, sería posible explotar la información pasada para obtener beneficios.

Modelo de dos parámetros:

Los modelos anteriores de rendimientos de equilibrio fueron desarrollados para determinar el precio de una única obligación, y nada tenían que decir acerca de los precios relativos de las obligaciones o acerca de cómo debería determinarse el valor de las carteras de valores. Este modelo conocido como de determinación del precio de los activos en los mercados de capitales. (MPAC o CAPM). El modelo ha servido de base para realizar contrastaciones de las proposiciones de eficiencia en un mundo con activos con riesgo.

Fue desarrollado independientemente por Sharp, Lintner y Mossin

El modelo es el siguiente:

El modelo CAPM es parte de la teoría moderna de la toma de decisiones en incertidumbre, la cual introduce un marco conceptual genérico para medir el riesgo y el rendimiento de un activo que se mantiene como parte de un portafolio y en condiciones de equilibrio. El modelo se denomina como “Modelo de Fijación de Precios de los Activos de Capital” (del ingles Capital Asset Pricing Model).

Para este modelo el riesgo de una acción se divide en riesgo diversificable o riesgo específico de la compañía y riesgo no diversificable o de mercado. Este último es el de mayor importancia para el CAPM y esta medido por el coeficiente Beta “ β ” que relaciona el exceso de rendimiento de la acción respecto de la tasa libre de riesgo y el exceso de rendimiento de mercado respecto a la tasa libre de riesgo.²⁵

La Beta “ β ” es la relación entre la covarianza del rendimiento de la acción y el rendimiento del portafolio del mercado, con la varianza del rendimiento del portafolio de mercado.²⁶

$$\beta_{xi} = \frac{Cov (R_x, R_M)}{Var (R_M)}$$

La “ β ” mide el riesgo sistemático o no diversificable que surge de aspectos como la inflación, las guerras, recesiones y altas tasas de interés, cuyos factores

²⁵ Messutti, Domingo Jorge. “Selección de Inversiones” Introducción a la teoría de la Cartera. Ediciones Macchi. Buenos Aires – Argentina. 1992.

²⁶ Guzmán Plata, Ma. De la Paz. “los modelos CAPM y ARCH-M. Obtención de los coeficientes Beta “ β ” para una muestra de 33 acciones que cotizan en la BMV.

afectan a todas las empresas en forma conjunta. Puesto que todas las empresas se ven afectadas simultáneamente por estos factores, este tipo de riesgo no puede ser eliminado por diversificación.

La Beta (β), es un factor que mide la sensibilidad entre la rentabilidad de la acción y la del mercado, es decir, indica cuanto rinde la acción por cada punto que rinde el mercado.

Los resultados se pueden clasificar como agresivos cuando fluctúan más fuertemente que el mercado al alza o a la baja, es decir, cuando tienen una Beta > 1 , pero los resultados son defensivos o conservadores cuando sus rendimientos fluctúan en menor medida que los del mercado, es decir cuando tienen una Beta < 1 ; y son neutrales cuando fluctúan en la misma medida que el mercado, cuando Beta = 1.²⁷

Los supuestos

Este modelo se desarrolla en un mundo hipotético donde se hacen los siguientes supuestos acerca de los inversionistas y del conjunto de las oportunidades de portafolio:

- Los inversionistas son individuos que tienen aversión al riesgo y buscan maximizar la utilidad esperada de su riqueza al final del periodo.
- Los inversionistas son tomadores de precios y poseen expectativas homogéneas acerca de los rendimientos de los activos, los cuales tienen una distribución normal conjunta.
- Existe un activo libre de riesgo tal que los inversionistas pueden pedir en préstamo o prestar montos ilimitados a la tasa libre de riesgo.
- Las cantidades de todos los activos son negociables y perfectamente divisibles.
- Los mercados de activos están libres de fricciones; la información no tiene costo alguno y está al alcance de todos los inversionistas.
- No existen imperfecciones en el mercado (como impuestos, leyes, etcétera).²⁸

²⁷ Soldevilla Emilio. "los fondos de inversión, Gestión y valoración" Editorial. Pirámide. Madrid – España. 1999. Pág. 253-254.

²⁸ Guzmán Plata, Ma. De la Paz. Los modelos CAPM y ARCH-M. Obtención de los coeficientes Beta " β " para una muestra de 33 acciones que cotizan en la BMV.

Estos supuestos muestran que el CAPM se basa en los postulados de la teoría microeconómica, en donde el consumidor (el inversionista con aversión al riesgo) elige entre curvas de indiferencia que le proporcionan la misma utilidad entre el riesgo y el rendimiento. Esta elección entre el riesgo y el rendimiento lleva al inversionista, por un lado, a la formación de portafolios y a la búsqueda de portafolios que incluyan, además de los activos riesgosos, valores cuya tasa es libre de riesgo, y por otro lado a enfrentarse a un mercado de fondos prestables que debe estar en equilibrio en cada momento del tiempo. Adicionalmente, como todo consumidor racional, el inversionista adverso al riesgo buscará maximizar el rendimiento esperado sobre sus activos y minimizar el riesgo. Esta conducta de los inversionistas hace que exista un conjunto de portafolios únicos que maximizan el rendimiento esperado de un activo y minimizan el riesgo; a esta serie de portafolios se le llama comúnmente portafolios eficientes.

Para evaluar el modelo con cierto grado de incertidumbre se realiza mediante la siguiente ecuación :

$$E(R_x) = R_{TC} + \beta_x(R_M - R_{TC})$$

Donde:

$E(R_x)$ = Es la rentabilidad exigida a la acción.

β_x = La Beta o nivel de riesgo de la acción x comparada con el mercado

R_{TC} = El rendimiento de la tasa libre de riesgo.

R_M = Rentabilidad promedio historica del mercado.

La ecuación del CAPM implica que una obligación solamente obtendrá un rendimiento esperado que exceda al tipo de interés libre de riesgo en la medida en que el rendimiento de la obligación este correlacionado con el rendimiento del mercado. En un mercado de capitales eficiente, las fluctuaciones de los rendimientos de los valores que no están correlacionados con el mercado pueden ser diversificados por medio del mantenimiento de un número suficiente de activos, y el mercado no paga ninguna prima por riesgos que pueden diversificarse. El mercado paga una prima, al riesgo no diversificable; la prima es producto de la beta, de la obligación por el precio de mercado del riesgo, que viene medido por la diferencia entre el rendimiento esperado de la cartera del mercado y el tipo de interés libre de riesgo.

La hipótesis de las expectativas racionales juega un papel importante, pues muchas de las afirmaciones de la teoría viene expresadas en términos de las creencias de los individuos con respecto a las medias y varianzas de los valores mantenidos por los individuos. La hipótesis de las expectativas racionales proporciona la solución a este problema al igualar las opiniones subjetivas de los individuos con las medias y varianzas de los valores que prevalecieron durante el periodo.²⁹

1.4 Los mercados eficientes y su aplicación en la Bolsa de Valores.

Hasta el momento se ha dicho que un mercado es eficaz si los precios de los activos reflejan por completo la información disponible, eliminando de esta manera las oportunidades conocibles para ganancias superiores a las normales, además, los activos duran y pueden comprarse en un periodo para poder venderse en una posterior, el porcentaje de devolución, no incluye siempre una ganancia por dividendo, sino que también puede incluir una pérdida por el periodo de posesión.

La aplicación de mercados eficaces en la bolsa de valores se da de la siguiente forma según Begg:³⁰

Los mercados de activos son especulativos en el sentido de que las expectativas de los precios futuros de los activos afectan la oferta y la demanda actuales, y en consecuencia al precio actual de los activos.

“La hipótesis de los mercados eficaces tiene dos componentes:

- a) La hipótesis de que las expectativas son racionales de modo que los individuos eluden los errores de predicción conocibles dada la información actual.
- b) La hipótesis de que cualquier discrepancia entre los porcentajes de devolución esperados de diferentes activos se resuelve rápidamente para eliminar ganancias esperadas superiores a las normales.”³¹

²⁹Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.140

³⁰H. Begg, David. La revolución de las expectativas racionales en la macroeconomía. Teoría y Evidencias. Fondo de Cultura Económica. México. 1989.

³¹Ibidem. Pág. 186.

La hipótesis de los mercados eficaces tiene su aplicación en la bolsa de valores donde se operan continuamente títulos de compañías que allí cotizan.

Se hace la suposición de que el mercado se vacía de manera continua y que el precio de equilibrio P_t de un título depende de la evolución esperada del título que tiene dos componentes:

- 1) Los pagos de dividendos durante el periodo
- 2) La ganancia o pérdida del capital entre este periodo y el siguiente.

Convenientemente se puede suponer que cualquier cantidad de dividendos se reinvierten para comprar aún más del título y que P_{t+1} represente el valor en el tiempo $t+1$ del título original aumentado por cualquier cantidad de acumulaciones causadas por la reinversión. Define la devolución esperada de un periodo δ_{t+1} por:

$${}_tP_{t+1}^e = (1 + \delta_{t+1}^e) P_t$$

Suponiendo que las expectativas subjetivas ${}_tP_{t+1}^e$ y δ_{t+1}^e satisfacen las expectativas racionales dada la información en el tiempo t .

Para completar el modelo se requiere la teoría del porcentaje esperado de equilibrio de devolución para cada activo. Esta cuestión es el centro de la teoría de la cartera de Markowitz, en la cual se supone que la conveniencia de activos diferentes no se puede describir únicamente en términos de su devolución esperada. Si se analizan los principios de diversificación óptima de cartera, la teoría deriva la relación entre los porcentajes esperados de equilibrio de devolución sobre diferentes activos y su contribución a la variabilidad total de las devoluciones de la cartera. Si las propiedades protectoras permanecen constantes en el tiempo, un modelo simple de la devolución esperada sobre un activo particular sería que ésta, permaneciera constante en el tiempo.

Sea δ el valor constante del porcentaje de devolución esperado.

Dado que los precios reales de las acciones P_{t+1} difieren de sus expectativas racionales ${}_tP_{t+1}^e$ solo por un error de predicción η_{t+1} , que no está correlacionado en serie y tiene media cero, la evolución de los precios de las acciones está dada por:

$$P_{t+1} = {}_tP_{t+1}^e + \eta_{t+1} = (1 + \delta) P_t + \eta_{t+1}$$

Si δ es cercano a cero, como sería el caso si se analizan datos diarios o semanales la ecuación anterior es una ruta aleatoria. El modelo afirma que la mejor suposición acerca del precio del próximo periodo es el precio actual. Si los mercados son eficaces cualquier información que sugiera, un precio futuro alto debe elevarse de inmediato el precio actual para eliminar los porcentajes de devolución superiores a lo normal que sean conocibles en el momento actual. Todo la información disponible ya esta en el precio de de estos activos.

Si δ_t es la devolución *ex post* la anterior ecuación implica por lo tanto que:

$$\delta_t = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = \delta + (1/P_t)(\eta_{t+1}) = \delta + \xi_{t+1}$$

Donde:

ξ_{t+1} tampoco esta correlacionada en serie y tiene media cero, por consiguiente, las devoluciones *ex post* se desvían solo de manera aleatoria de su devolución esperada, que se supone que permanece constante.

La importancia de aceptación de la hipótesis de la eficiencia del mercado, tiene en su aceptación en el hecho de que, los estudios de los mercados financieros no están dispuestos a abrazar la visión de Keynes de que los mercados de valores son recintos de apuestas sofisticados, pero irracionales. Para bien o para mal, han considerado los mercados o las expectativas racionales como un principio de investigación o instrumento para decidir la validez de los modelos de determinación de los precios de equilibrio.³²

³² Sheffrin Steven. Expectativas racionales Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985. Pág.163

APROXIMACIÓN AL

MARCO HISTÓRICO

2.1 Globalización financiera.

El nuevo orden de las relaciones internacionales creado a raíz de la caída del bloque soviético, junto con el hecho de que algunos países del bloque socialista emprendieran reformas inclinadas a la construcción de sociedades de mercado, modificó la geografía política, característica de un mundo bipolar. Es esta la razón por la cual, en la segunda mitad del siglo XX, se da el primer acercamiento hacia la globalización.

El concepto pretende referir la universalización de cierto modelo de mercado caracterizado como abierto y privado, que en su carácter de modelo, confiere a todo caso tal condición a la propia globalización. De tal modo que, aunque puede constatar el hecho de que un buen número de países han emprendido reformas que impulsan la liberalización, apertura y privatización económica, no existe la presencia de una sociedad de mercado mundial abierta y privada, en la que exista la libre movilidad de todos los factores. Pero de manera más pragmática, se considera la presencia de una globalización que reproduce la jerarquía política de los estados nacionales, de manera que dicha globalización no estaría en conflicto con la conformación de un mundo económico unipolar y con relaciones internacionales de dominio – subordinación, donde el carácter globalizador está dado por la mundialización de los intereses económicos y políticos de un pequeño grupo de conglomerados, por lo que al caso esta globalización significa, el reforzamiento de las raíces nacionales de las élites económicas.¹

Sin embargo, no se puede hablar de una industria financiera global en la medida en que prevalecen marcos jurídicos financiero – monetarios distintos, además de la gran variedad de precios y costos; se presentan patrones monetarios diferentes así sea con capacidad liberatoria limitada: se mantiene diversos marcos de intereses

¹ Girón Alicia., Correa Eugenia. Desregulación y Crisis Financieras, en Correa Eugenia. Girón Alicia. Coordinadoras. “Economía Financiera Contemporánea” Ed. Miguel Ángel Porrúa. México 2004. Pág. 22.

monetario – financieros conglomerados con estrechos vínculos a sus estados nacionales.²

Bajo esta perspectiva, en el esquema globalizador, los países desarrollados tienen importantes ventajas sobre los países en vías de desarrollo, puesto que estos deben enfrentar un doble reto; por un lado, sentar las bases para aliviar sus rezagos económicos exacerbados por los problemas derivados de la crisis de deuda de la década de 1980; y por otro buscar las opciones de recuperación económica sostenida viable, y esquemas apropiados de inserción en el contexto globalizador en el nuevo orden mundial emergente. De este modo, la globalización económica y financiera se está dando en pautas asimétricas de oportunidades y opciones. De ahí que en relación con los países en vías de desarrollo puedan afirmarse que la globalización no los ha beneficiado, si no que, ha servido para afirmar ciertas relaciones de dependencia.³

2.2 El Sistema Bretón Woods.

Desde el final de las guerras napoleónicas, el sistema monetario internacional evolucionó hacia el patrón, vigente desde aproximadamente 1880 hasta 1914, periodo en el cual la libra esterlina fue la llamada moneda vehículo⁴ permitiendo que se desarrollara un sistema de pagos internacional relativamente eficiente.⁵ Bajo este lineamiento los residentes nacionales y extranjeros podían convertir con libertad moneda local en oro, a una tasa de cambio establecida, sin embargo se presentaron crisis recurrentes y variaciones importantes en el empleo y los precios, terminando este régimen con el inicio de la Ira Guerra Mundial. Posteriormente, durante el periodo entre guerras surgió un retorno parcial al patrón oro, conocido como el patrón cambio oro, en donde solo las autoridades monetarias podían intercambiar moneda local por oro. Mediante este sistema los bancos centrales mantenían en sus

² Ibidem. Pág. 23

³ Cabello Alejandra. *Globalización y Liberalización Financiera y la Bolsa Mexicana de Valores*. Plaza y Valdéz. Editores. México 1999. Pág. 103

⁴ La moneda vehículo es la divisa usada para facturar el comercio exterior y dominar transacciones internacionales de capital, que no implican transacciones directas con el país emisor. La libra esterlina desempeña un papel importante en virtud del poderío económico de Inglaterra, centro del mayor imperio colonial, político y financiero de esa época.

⁵ El Sistema de Pagos Internacional es el conjunto de instrumentos y medios de aceptación generalizada, así como de técnicas bancarias de pago, para cubrir obligaciones estipuladas en una cantidad de determinada divisa. Por lo tanto el Sistema de Pagos Internacional tiene la finalidad de disponer, movilizar o transferir dinero.

reservas además del oro, monedas vinculadas a este metal, ampliando el tipo de activos con los cuales se financiaba el déficit de balanza de pagos.

El sistema desapareció con la Gran Depresión iniciada en 1929, a la que siguieron experimentos con tipo de cambio flotantes, devaluaciones competitivas, restricciones al comercio para promover el empleo interno y controles directos sobre pagos internacionales y lograr el equilibrio externo.

A principios de los años 30, la falta de pago de la deuda externa por parte de varios países latinoamericanos hizo evidente la necesidad de un nuevo mecanismo para ordenar los flujos de capital, sin embargo, fue hasta 1946 que se determinaron los acuerdos de Bretón Woods. El sistema de Bretón Woods tenía como objetivo el imponer un nuevo orden financiero internacional para promover un crecimiento sostenido de la economía mundial. Su propósito fue limitar la movilidad del capital internacional – especulativo – para desarrollar el comercio internacional sobre bases estables e imponer una tasa de cambio fijo de las monedas nacionales, pero mas flexible que en el anterior orden monetario⁶. Específicamente, el sistema se diseñó expresamente con los siguientes objetivos: a) crear una tasa de cambio estable (aunque no inamovible), b) impedir que los países tengan ventajas comparativas por movimientos en las tasas de cambio, c) garantizar suficiente liquidez para financiar los déficit de la balanza comercial provenientes de la reconstrucción de Europa y Japón, es decir, uno de los objetivos centrales fue la estabilización de los flujos comerciales. Al respecto, el Sistema Bretón Woods, creo dos instituciones que son el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). El FMI otorgaría créditos para mantener la liquidez mundial necesaria para garantizar las operaciones de intercambio comercial y adoptaría el papel de prestador de última instancia de los gobiernos, mientras que el BM actuaría como un banco de fomento cuyo propósito sería promover el desarrollo.

Otro punto importante del sistema fue limitar la especulación internacional para lo cual se emitió el famoso artículo “6” que prohibía la utilización de créditos internacionales para financiar las fugas de capitales, además se permitiría la imposición de controles al movimiento de capitales.

⁶ Levy, Noemí. “Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994” Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 132

Se promovió una estructura de cambio fija con la intención de que cada país expandiera su crédito interno, hasta el punto que pudiera satisfacer la convertibilidad de su moneda en oro dólares, con base en lo cual se promovió libertad cambiaria, de esta manera, la emisión de créditos internos fue limitada de acuerdo a la cantidad de divisas de cada país, y la oferta de liquidez mundial debía ser regulada por el FMI, que tendría el papel de un banco *supra* internacional. Para llevar a cabo tal estructura, se estipuló que cada uno de los países participantes impondría un valor fijo a la par de su moneda en términos del dólar, que se fijo en 35 dólares por onza de oro, así, las monedas fueron fijadas con relación al valor de un dólar⁷.

El sistema Breton Woods es conocido como el patrón oro de cambio. Según este régimen cada país fija el valor de su moneda en términos del oro (o dólares) y mantiene su tipo de cambio dentro de un rango de variación de 1% de su paridad en oro.

2.2.1 Rompimiento del Sistema Bretón Woods.

Sin embargo, en la realidad el sistema financiero no se apego a estos lineamientos. Estados Unidos al ser el creador de los medios de pago internacionales y convertirse en la principal fuente de liquidez y aunque garantizo la libre convertibilidad del dólar en oro, éste, origino una excesiva oferta de dólares – específicamente sin respaldo áureo – que termino por destruir el Sistema Bretón Woods. La razón, el gran poder político que conquisto después de la Segunda Guerra por lo que se apropió del privilegio de expandir sus créditos y adquirir activos reales y financieros por sobre sus reservas.

Otro factor que contribuyo al desmoronamiento del sistema fue que Estados Unidos nunca deprecio el valor del dólar frente al oro por razones políticas – pues el hecho de subir el precio del oro se beneficiarían sus principales productores, que eran la ex URSS, considerada enemiga del sistema capitalista y Sudáfrica – al tiempo que los países europeos se mostraban tolerantes, pues una devaluación del dólar, representaría una reducción en el valor de sus reservas en dólares y daría mayor competitividad comercial a Estados Unidos.

⁷ Ibidem. Pág. 133

Otra fuente que aumento la liquidez internacional en la década de los 60's fue el euromercado,⁸ cuya función fue la de captar recursos y emitir créditos en moneda extranjera. Sus particularidades fue que no estaban sujetas a controles nacionales, lo que implico una ventaja competitiva frente a los bancos nacionales, que se manifestó a través del otorgamiento excesivo de créditos y estimulo la especulación.

El sistema de Bretón Woods se desmorono en 1971, acordada en el pacto Smithsoniano, donde se tomo la decisión de devaluar el dólar con respecto al oro y Estados Unidos retiro su compromiso de respaldar con oro al dólar.

2.2.2 Pos Bretón Woods. Etapas después del rompimiento.

A partir del rompimiento del Sistema Bretón Woods 1971 y hasta 1994 se ha caracterizado por la desmonetización del oro generando un incremento en la en la emisión de los medios de pago internacionales por encima de las necesidades de la producción, que provoco especulación y produjo la liberalización y globalización del Sistema Financiero.⁹

Las características principales del periodo pos Bretón Woods fueron, a) el no crear entidad financiera internacional que regulara la emisión de los medios de pago internacional; b) la emisión de los medios de pago internacionales fue compartida por varios países industrializados; c) los países industrializados lograron una coordinación multinacional que fue efectiva para evitar una recesión económica mundial, pero que no pudo detener las inestabilidades financieras y económicas y; d) dada la incapacidad de de regular la oferta de de los medios de pago internacionales apareció un sistema de flotación de tasas de cambio. Acompañado de altas de interés, que propicio el movimiento especulativo de capital y se relego a segundo plano la estabilización de los flujos comerciales. Aumento el riesgo cambiario.

⁸ El término *euromercado* se utiliza para describir los mercados de instrumentos financieros basados en divisas que no son las del país de origen. El prefijo *euro* no significa que estos valores internacionales necesariamente estén en poder de una institución europea o que se comercien en Europa. El nombre se adopto porque estos mercados se desarrollaron inicialmente en Europa, principalmente el Londres. Tampoco debe confundirse con el "*euro*" la moneda introducida en 11 países de la Unión Europea, en 1999 con carácter de moneda en libros y que esta circulación desde 2002. Chapoy Bonifaz Alma. El Sistema Financiero Internacional. en Correa Eugenia., Giron Alicia. "Economía financiera Contemporánea" Ed. Miguel Ángel Porrua. México 2004. Pág. 49 – 109.

⁹ Levy, Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 135

Sin embargo a pesar de estos elementos, se puede hacer la siguiente división por periodos según Levy.¹⁰

- ❖ 1971 – 1975 Ruptura y desorden internacional y políticas recesivas en los países industrializados.
- ❖ 1976 – 1981 Oficialización de la desmonetización del oro, aumento en la especulación internacional, continuación de políticas recesivas en los países industrializados y se crearon las condiciones de la crisis de deuda de los países en desarrollo.
- ❖ 1982 – 1994 Desregulación Financiera, fragilidad económica y globalización financiera.

Primer periodo.

Como consecuencia del aumento de los medios de pago internacionales y las tasas flotantes, se origino una fuga de capitales en los países con monedas débiles, y absorbida por los países con monedas fuertes, que posteriormente se generalizo el sistema de cambios flotantes, lo que se pensó, protegería las reservas internacionales de los bancos centrales y desalentaría la especulación. Un evento importante de estos años fue la crisis petrolera, que solo logro una redistribución marginal en las reservas internacionales de los países industrializados hacia los países exportadores de petróleo, y no aumento la liquidez internacional. La crisis petrolera causo inflación y desequilibrios en la balanza comercial de los países industrializados, que los indujo a la imposición de políticas recesivas, que se manifestaron en alzas en las tasas de interés, menores tasas de inversión y de crecimiento económico, reduciéndose con ello el comercio internacional. Del mismo modo, aumentaron los créditos privados hacia los países en desarrollo, en respuesta al aumento de los precios de los insumos primarios y del propio petróleo, convirtiendo a estos países en sujetos de crédito.

¹⁰ Levy, Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 136

Segundo periodo.

Se oficializa la desmonetización del oro, se legaliza el sistema de flotación de las tasas de cambio y se cede a los países industrializados la emisión de los medios de pago internacionales, aumentaron los créditos privados con la característica de ser contratados a tasas de interés flotantes. Pese al acuerdo del tipo de cambio flexible, los bancos centrales intervinieron el mercado de cambios para que la tasa de interés intervenga en el equilibrio de la balanza de pagos, para atraer capital especulativo, de este modo se logro mantener un tipo de cambio sobrevaluado y se atrajeron flujos para compensar la balanza comercial.

A fines de 1978 subió nuevamente el precio del petróleo provocando un incremento mayor en las tasas de interés, ocasionando un desalineamiento en las paridades de las monedas de reserva con respecto a la productividad de sus economías, lo que desato medidas proteccionistas en los países industrializados, a través de obstáculos no arancelarios al comercio exterior.

A efecto de la recesión económica de los países industrializados, continuo la caída de ingresos por exportaciones en los países en desarrollo, y dada su necesidad de divisas por su gran endeudamiento y alto coeficiente de importación de su crecimiento, caen los precios de sus productos, lo que junto con el fuerte endeudamiento privado y de corto plazo, explica la crisis de la deuda generalizada de los países en desarrollo.

Tercer periodo.

La respuesta de los países industrializados a la crisis de los pagos de deuda externa de parte de los países en desarrollo fue la reducción inmediata de los préstamos, desatando una crisis financiera en el interior de los países en desarrollo. La banca privada internacional renuncio a su papel de proveedora de liquidez y solo mediaría los recursos de los países superavitarios a los deficitarios. Así, se dio una masiva entrada de capitales en los países en desarrollo, y se desato la crisis por los insuficientes recursos para hacer frente a sus obligaciones internacionales.

Después de 1982 se saneo el sistema bancario comercial, y ya en 1986 reaparecieron los créditos. De estos se generó una actividad especulativa que presionó a la desregulación mundial de los mercados financieros, principalmente en los países en desarrollo. De manera específica:

“Los desequilibrios entre las potencias económicas, con el incremento de la liquidez y la especulación, presionaron a la desregulación de los mercados financieros para multiplicar las oportunidades de inversión especulativa. En este contexto aumentaron las fusiones y adquisiciones de las empresas que se financiaron mediante la colocación de bonos chatarra, lo que debilitó la estructura financiera de las empresas, y las volvió crecientemente vulnerable a cambios en las tasas de interés, al tiempo que los países industrializados hacían más uso de este instrumento para estabilizar sus economías”¹¹

Así se dio la situación mediante la cual, los países en desarrollo que tenían problemas de déficit en sus balanzas de pagos, en lugar de devaluar, y crear políticas que mejoraran sus situaciones de comercio exterior, elevaron sus tasas de interés para atraer capital especulativo y financiar su déficit externo.

La desregulación financiera que se desarrolló en la década de los sesenta y en mayor medida en los setenta, dio mayor importancia a la inversión especulativa, dejando de lado la productiva.

A raíz de los cambios descritos con anterioridad, se dio un giro importante en las entidades económicas y financieras, por un lado, las empresas introdujeron la actividad especulativa como primordial de sus actividades y principal rubro de obtención de ganancia, en detrimento de su actividad productiva. La globalización financiera favoreció las ganancias por la compra y la venta de activos financieros, por lo que la banca obtuvo mayores recompensas por la inversión en valores negociables, a cambio de préstamos al público, limitando los recursos a las actividades productivas.

¹¹ Mantey, María Guadalupe. La iniquidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo. UNAM. México 1989. Pág. 96

2.3 La Desregulación Financiera en los Mercados Financieros.

A partir de la ruptura de los acuerdo de Bretón Woods, la inestabilidad cambiaria y las tasas de interés en los mayores y en la mayoría de los mercados financieros del mundo han llevado a verdaderos cambios estructurales, sin que aparezcan formas de o rasgos que permitan el financiamiento estable y de largo plazo para acrecentar las capacidades productivas. Desea entonces los mercado se encuentran en constante competencia, en el marco de la desregulación y liberalización financiera.

Los cambios financieros estructurales son los citados en el siguiente cuadro.

Cuadro 1: Cambios Financieros Estructurales en los últimos 30 años.

1	Exponencial crecimiento de liquidez en manos privadas. El crecimiento de activos financieros triplica el ritmo anual de la producción y el comercio mundial
2	La reducción de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, consecuencia del desarrollo de un activo mercado secundario de títulos
3	El cambio en los fondos bancarios a pasivos con remuneración y procedentes de mercados monetarios. Aumento de operaciones fuera de balance en los bancos, y el uso de instrumentos derivados, además de la administración y comercio de títulos.
4	La eliminación de la frontera que limitaba la banca comercial de la banca de inversión. El incremento en la actividad del mercado de capitales y dinero, y la disminución del crédito bancario
5	Acrescentamiento de recursos manejados por los fondos de inversión y concentración de activos en manos de pocos administradores, que desestabilizan monedas y economías.
6	Rápido crecimiento en el volumen y el tamaño de las transacciones financieras.
7	Los problemas de supervisión y regulación financiera se han convertido en mucho más complejos, principalmente en el caso de la administración de riesgos, pese las intervenciones de la instituciones financieras como el BPI, FMI y BM.
8	La deuda de los gobiernos ha sido una de las bases mas importantes para el crecimiento de los activos financieros y las tasas de interés ofrecidas por estos instrumentos han sido el elemento privilegiado para la prosecución de objetivos y materia cambiaria y de flujos de capitales para el financiamiento de posiciones deficitarias.
9	Los presupuestos públicos han sido el sustento de la remuneración de activos financieros de todo tipo y de diversos intermediarios, limitando la capacidad de estabilización del gasto público.
10	La creciente incapacidad de los gobiernos nacionales para regular la actividad de grandes conglomerados financieros y supervisar los niveles de riesgo de la operaciones. No pueden evitar una crisis sistémica los gobiernos.
11	Difusión y profundización de las crisis financieras cuando estas han venido siendo frenadas por los crecientes niveles de liquidez generados por los propios bancos e intermediarios privados.

Fuente. Girón Alicia., Correa Eugenia. Desregulación y Crisis Financieras, en Correa Eugenia, Girón Alicia. Coordinadoras. "Economía Financiera Contemporánea" Ed. Miguel Ángel Porrua. México 2004. Pág. 25

Bajo esta perspectiva, los sistemas financieros son parte de los procesos de reparto económico del mundo que aún no concluye, de manera que la creciente

fragilidad de los sistemas financieros puede continuar, en tanto no se avance en formulas de proteccionismo cambiario y financiero¹².

Mientras crecen los mercados internacionales de capital y transitan por diferentes estructuras como en la década de los 60 cuando el crédito proporcionado “principalmente” por instituciones oficiales y organismos públicos, cuyo destino fundamental eran los gobiernos y las empresas públicas, el los 70 creció el papel de la banca privada internacional como principal proveedora de crédito, cuyo auge y por tanto los últimos se registro a principios de la década de los 80, con lo que declina el papel de crédito bancario como fuente de financiamiento, adquiriendo mayor importancia los activos financieros titulizados hasta en la actualidad, se va configurando bajo las mismas circunstancias la inserción internacional de las economías en desarrollo. Al respecto, en el enganche de las economías atrasadas en la economía mundial, encabezado ahora por el capital financiero, se agregan otros factores decisivos, entre los de mayor relevancia la actuación del estado, y como parte de ella su papel articulador de relaciones en los grupos económicos nacionales y entre estos y sus semejantes foráneos por medio de determinadas políticas y reformas estructurales adoptadas antes y durante las etapas de liberalización de la economía. El caso de México no escapa a esta regularidad¹³.

2.3.1 Desregulación financiera en México.

La economía mexicana de los años 80, concretamente en el lapso comprendido entre la crisis de 1982 y los momentos previos a la liberalización financiera de 1988, esta condicionada por un escenario sumamente difícil, la escasez de financiamiento externo y crisis de los precios internacionales de los hidrocarburos, en este entorno, el estado mexicano contribuye de manera significativa a profundizar la crisis al aplicar políticas de estabilización de tipo recesivas, a la escasez de divisas para cubrir los compromisos de deuda externa, la inflación y la inestabilidad monetaria y financiera, se añade la política de contención

¹² Girón Alicia., Correa Eugenia. Desregulación y Crisis Financieras, en Correa Eugenia, Girón Alicia. Coordinadoras. “Economía Financiera Contemporánea” Ed. Miguel Ángel Porrua. México 2004. Pág. 27

¹³ Sánchez Tabares, Ramón., Sánchez Daza, Alfredo. Desregulación y apertura del sistema financiero mexicano. En comercio Exterior. Agosto de 2000. Bancomext. México. Pág. 687.

salarial que conduce al deterioro del ingresos en términos reales y retrocesos similares a los años 60. El ajuste fiscal y la restricción monetaria y crediticia también acentúan el descenso de las actividades productivas.

Mediante políticas deliberadas se apoya la intermediación y el mercado bursátil, con acento especial en la expansión del mercado de dinero y el crecimiento de las casas de bolsa, mientras que aceleran la creación de agrupaciones financiero – industriales a raíz de la crisis de octubre de 1987, medidas que resultaron insuficientes para restablecer la estabilidad macroeconómica del país.

Con la política mexicana de apertura comercial, se inicia la incorporación de México en la globalización económica de mediados de los años ochenta. En efecto, el decreto de julio de 1985, que elimina precisamente los controles cuantitativos para un número significativo de fracciones arancelarias marcando de este modo el inicio de la liberalización comercial. Con esto, se suprimen los permisos previos para casi todos los productos intermedios y de un número importante de bienes de capital, de este modo, el acceso de México al GATT en 1986 fue facilitado por los avances del programa de apertura, pero condicionado por el requisito de eliminar el sistema de precios oficiales, antes de que terminara 1987.

Como parte del programa de estabilización (política de pactos) adoptado desde diciembre de 1987, se efectúa una desgravación mas allá de lo convenido, buscando una mayor competitividad de las empresas mexicanas al mismo tiempo que intentan frenar y abatir la inflación, así, se reducen las tasas de manera homogénea a casi la mitad, quedando una estructura arancelaria con cinco niveles del 0 a 20 por ciento ad valorem, concluyendo de esta manera el programa de apertura a las importaciones.

Al terminar con la apertura comercial, en 1988 se inicio la desregulación financiera.

Privatización bancaria.

La desregulación financiera consistió en culminar el proceso de la liberalización de las tasas de interés, la eliminación del encaje legal y permitir la participación de los inversionistas no residentes en el mercado financiero¹⁴.

En 1988 se eliminaron los topes de las tasas de interés de las instituciones bancarias, con la pretensión de que fueran fijadas por la oferta y la demanda, es decir, el precio debía ser determinado por el mercado. Con respecto al encaje legal, este se eliminó por completo en 1991, previo a la desincorporación de la banca comercial del sector público, de esta manera, los bancos comerciales al no tener que destinar parte de su captación al financiamiento del gasto gubernamental, pudieron ampliar su disponibilidad de créditos y valores para financiar al sector privado. Del mismo modo, se restituyó a la banca comercial la función de banca de inversión, relegando la actividad bancaria tradicional de emitir activos financieros. Esto modificó el orden de prioridades de la banca comercial, pasando la intermediación bursátil a representar la actividad principal de esta.

Destacan las modificaciones a la ley bancaria (Diciembre de 1989) para otorgar mayor autonomía a los bancos en materia de gestión administrativa, tanto a los consejos como a las comisiones consultivas, surgiendo de este modo, la nueva ley para regular las agrupaciones financieras (vigente desde el 18 de julio de 1990), que permite la integración de agrupaciones constituidas solo por entidades financieras, al tiempo que les impide la adquisición de acciones de las empresas de sus clientes. Así, se crearon las condiciones para la reprivatización de la banca comercial, que inició en 1991 y fue vendida a los principales grupos bursátiles.¹⁵ De manera

¹⁴ Levy, Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 226

¹⁵ Se presenta el cuadro indicando los compradores de algunos bancos:

Nombre del banco	Postor ganador
Multibanco Mercantil Comermex.	Grupo Financiero Probusa
Banpais	Grupo Financiero Mexival
Banca Cremi	Empresarios de Jalisco
Banca Confia	Abaco, Grupo Financiero
Banco de Oriente	Grupo Financiero Margen
Bancrecer	Grupo encabezado por R. Alcantara
Banamex	Grupo Financiero Banamex - Accival
Bancomer	Grupo Financiero Monterrey
BCH	Grupo del sureste.

simultánea a la reprivatización se autoriza la participación minoritaria de la inversión extranjera, accionaria y administrativa en la banca múltiple y en las agrupaciones.¹⁶ Posteriormente, en mayo de 1993 se autoriza que otras instituciones no bancarias (uniones de crédito y almacenes generales de depósito) realicen operaciones que tradicionalmente fueron exclusivas de las sociedades de crédito.

Reformas al Mercado de Valores.

Después del crac bursátil de 1987 se trató de evitar situaciones similares, por lo que se establecieron mecanismos para evitar la especulación, y se disminuyó la interferencia en las operaciones del mercado. Surgió la figura del especialista bursátil para nivelar las cotizaciones, sin embargo la modificación de mayor relevancia fue la internacionalización de sus operaciones. Lo que permitió a las empresas mexicanas emitir acciones que podrían ser compradas por no residentes¹⁷ y se autorizó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, apareciendo los fondos de inversión mexicanos en otras monedas. Las reformas del mercado bursátil tuvieron como objetivo atraer capitales foráneos en un ambiente de conveniencia para el sector bancario, permitiéndosele asegurar sus utilidades, porque podía comprar valores gubernamentales con tasas de rendimiento mayores que los depósitos bancarios, lo que impidió el desarrollo del mercado de capitales a largo plazo, y especialmente de fondeo para el sector privado.

Fuente: Levy, Noemi. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 227

¹⁶ La nueva legislación bancaria vigente a partir de julio de 1990 cambia totalmente la estructura del capital social de la banca. La composición accionaria anterior estaba integrada por las series "A" (de propiedad exclusiva del Estado) y "B" (de participación privada nacional). La nueva estructura consiste en tres series, de la "A" a la "C". Así, las acciones serie "A" representan 51% del capital social y sólo las pueden adquirir personas físicas mexicanas, sociedades controladoras, el gobierno federal, la banca de desarrollo y el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa). Las acciones serie "B" pueden representar hasta 49% del capital social y son de adquisición exclusiva de las personas mencionadas en la serie "A", personas morales mexicanas (sin participación extranjera), instituciones de seguros y fianzas, sociedades de inversión, fondos de pensiones y jubilaciones y otros inversionistas institucionales. Las acciones serie "C" podrán representar hasta 30% del capital social y sólo pueden ser adquiridas por las personas indicadas en la serie "B", todas las personas morales mexicanas y personas físicas o morales extranjeras, con excepción de gobiernos o dependencias oficiales. Los consejos de administración de los bancos privatizados estarán integrados por 11 consejeros (o múltiplos de 11) en una composición definida por el tipo de acciones: serie "A" con 6 consejeros, serie "B" hasta 5, serie "C" uno por cada 10% del capital adquirido. Sánchez Tabares, Ramón., Sánchez Daza, Alfredo. Desregulación y apertura del sistema financiero mexicano. En comercio Exterior. Agosto de 2000. Bancomext. México. Pág. 692

¹⁷ Esto se daba mediante fideicomisos que no dieran derechos patrimoniales sobre las empresas, pero se permite obtener dividendos y realizar ganancias con las acciones.

El propósito en sí, es el de colocar emisiones de origen nacional en otros mercados, así como atraer flujos de capital y preparar a los intermediarios para hacer frente a la competencia externa en el futuro, y mediante las experiencias adquiridas de parte de las instituciones nacionales se actualicen los procedimientos, así como las nuevas formas de intermediación.

Se dieron redefiniciones al tratamiento de la información privilegiada, con los fines de dar transparencia a las operaciones realizadas en el mercado de valores.

Se flexibilizó la normatividad relacionada con la operación de valores extranjeros, Se estableció el Sistema Internacional de Cotizaciones para que los valores extranjeros pudieran ser operados en el territorio nacional. Esto vino a apoyar la oferta pública de valores en el territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Inclusive se autorizó a las casas de bolsa para que realizaran libremente sus operaciones en el mercado internacional y se hicieron extensivos a los valores extranjeros, los servicios que prestan los Institutos para el Depósito de Valores.¹⁸

Es evidente que las medidas antes descritas son consistentes con el objetivo de atraer inversión extranjera, sin embargo, las deficiencias del mercado de valores, en su condición de estar funcionando básicamente como un mercado especulativo, con una marcada característica a la volatilidad de los capitales ahí negociados, muestran la fragilidad de la economía en su conjunto y la carencia de una política de desarrollo integral, en la cual no sólo se contemplen los aspectos relacionados con la modernización del sector financieros sino también, y de manera fundamental, con la necesidad de articular una estrategia de desarrollo acelerado en el sector industrial.

Se entiende que los lineamientos que se han dado en el sistema financiero incluyéndose la BMV apuntan a una adecuación con la globalización mundial, pero que hace falta mejorar los instrumentos y los aspectos organizativos, por lo que a fines de 1997 se emitieron reglas relativas a la inscripción de valores en el RNVI y a la autorización de ofertas públicas. El nuevo procedimiento de inscripción obliga a las emisoras a presentar su solicitud en medios magnéticos tanto a la CNBV como a

¹⁸ Solís Leopoldo. "Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI" Editorial. Siglo XXI. México 1997.

la BMV, lo cual agiliza su análisis y mejora la coordinación entre ambas instituciones.

También en 1997 se emitieron disposiciones de carácter general aplicables a la revelación de hechos relevantes, mismos que se definen como cualquier acto, hecho o acontecimiento capaz de influir en el precio de los valores de una emisora. La regulación faculta a las emisoras para determinar, bajo su responsabilidad, el momento en que divulgarán sus hechos relevantes, siempre que éstos no hayan sido consumados y no existan movimientos inusitados en el mercado que hagan obligatoria la revelación. En caso de que una emisora opte por diferir la revelación de determinado hecho, éste tiene el carácter de información privilegiada para todos los efectos legales, hasta en tanto no sea difundido.

En México se opera mediante un sistema completamente automatizado conocido como BMV SENTRA CAPITALS - el mercado de capitales mexicano que sustituyó el esquema tradicional de hacerlo viva voz en el piso de remates - donde las reglas aplicables a la recepción de órdenes y asignación de operaciones, que son las que definen la estructura del mercado, son las mismas que se aplicaban cuando la operación se llevaba a cabo en un piso de remates. El sistema BMV-SENTRA Capitales fue desarrollado y administrado por la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) para la operación y negociación de instrumentos del mercado de capitales. Este sistema tiene sus antecedentes en la década de los 90 con el Sistema Integral de Valores Automatizados (SIVA remate electrónico) posteriormente en 1993 la BMV adquirió un sistema utilizado por la Bolsa de Valores de Vancouver y se adecuó al mercado mexicano dándole el nombre de SATO (sistema automatizado de transacciones operativas); en agosto de 1996 se liberó un sistema diseñado para la negociación de acciones, obligaciones, warrants, picos, acciones listadas en el Sistema Internacional de Cotizaciones, registro de precios de sociedades de inversión, realización de ofertas públicas, operaciones de registro y subastas denominado BMV-SENTRA Capitales, *Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación*. El sistema electrónico fue colocado gradualmente para que en enero de 1999 se operara por este medio al 100%.

La tecnología también fue aprovechada en el tema de hechos relevantes al crearse la red electrónica de comunicación denominada Emisnet, a través de la cual

las emisoras envían sus hechos relevantes a la BMV y ésta a su vez disemina la información de forma inmediata a sus propios sistemas, a diversos medios de comunicación, a la CNBV y a través de correos electrónicos, a las personas que se lo soliciten.

A iniciativa del Consejo Coordinador Empresarial (CCE), se constituyó un comité que en 1999 emitió el Código de Mejores Prácticas de Gobierno Corporativo. Dicho Código establece recomendaciones de aplicación voluntaria para mejorar el gobierno corporativo de las empresas mexicanas, basadas en prácticas corporativas internacionales, pero siempre teniendo en cuenta las necesidades y circunstancias particulares de México.

La nueva regulación le otorga facultades a la BMV en caso de que las emisoras incumplan con sus obligaciones de entrega de información periódica, fortaleciéndose así la autorregulación como sucedió en el caso de hechos relevantes. Asimismo, la regulación amplía el uso de Emisnet para la entrega de todo tipo de reportes por parte de las emisoras.

Aunado a la parte del capital financiero, como parte de la reforma de 1989, se libera el marco regulatorio de la Inversión Extranjera Directa (IED) y se otorgan beneficios adicionales a las actividades de exportación, en particular dentro del modelo de las maquiladoras.

La IED, recibe singular importancia con la nueva Ley de Inversión Extranjera, modificada en diciembre de 1996, para hacerla compatible con los cambios relacionados con la privatización de algunos sectores antes bajo control estatal, como telecomunicaciones, ferrocarriles y aeropuertos y en septiembre de 1998 se enmienda el reglamento de dicha ley para agilizar los trámites administrativos a que están obligados los inversionistas extranjeros.

Banca Central Autónoma.

Reconocida como autonomía institucional, que de acuerdo con el artículo 28 constitucional se consigna que el objetivo será el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, más aún, la Constitución señala que ninguna

autoridad podrá ordenar al Banco conceder financiamiento, y las razones por las cuales se postulo la autonomía del banco central son las siguientes:¹⁹

- ❖ Amplia evidencia empírica sobre la relación entre autonomía e inflación: a mayor grado de autonomía, menor tasa y variabilidad de la inflación.
- ❖ Autonomía es una póliza de seguro para la sociedad para evitar la tentación de abordar políticas discrecionalmente expansivas que desemboquen en procesos inflacionarios.
- ❖ Pero autonomía no garantiza por sí sola la estabilidad de precios, esta depende de la congruencia y coordinación de políticas macroeconómicas.

De acuerdo a las autoridades tuvo como objeto limitar el financiamiento público para evitar que el estado incurriera en déficit (supuestamente generadores de inflación) y mantener una tasa de cambio estable. La medida implicó que el Banco de México estuviera en posibilidades de expandir la base monetaria solo en concordancia con el objetivo de la estabilidad de precios.

Apertura comercial y privatización.

El gobierno, con en afán de reforzar las bases del modelo impuesto, continuo con la privatización de la economía, al vender las empresas mas grandes que causaban mayor controversia.²⁰ De la misma forma, se continuo con la apertura comercial que culmino con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, firmado en 1993. Uno de los objetivos de esta medida fue la reducción de la inflación y dinamizar la inversión productiva. Se pensó que la apertura comercial, generaría una competencia entre los bienes transables internos y externos, imponiéndose la ley de un solo precio, que posteriormente afectaría los bienes no transables.

La privatización eliminaría el déficit fiscal y la apertura comercial controlaría la inflación, equiparando la tasa de rendimiento de la inversión fija mexicana con los demás países, fomentándose el crecimiento económico.

¹⁹ Seminario. La Banca Central y la Política Monetaria en México. Mayo de 2004. Banco de México. CD ROM.

²⁰ Entre 1988 y 1994 se vendieron 403 empresas, encontrándose entre ellas Telmex, Cananea, la banca nacional, etc, es decir, las de mayor envergadura, con excepción de PEMEX. Levy. Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001 Pág. 231

Política de inflación y renegociación de la deuda.

La forma de contener ahora los procesos inflacionarios mediante la tasa de interés, la cual será, la única variable equilibradora del modelo, por lo que se impuso una reforma monetaria sustentada en la paridad cambiaria nominal fija, que conjuntamente con la apertura comercial externa, disminuiría la presión sobre los precios y las finanzas públicas.²¹

La mecánica fue la de especificar un deslizamiento diario de las tasas de cambio e imponerle una banda de fluctuación, que sería establecida por el movimiento de las reservas internacionales. La tasa de interés fue determinada por la colocación de deuda interna necesaria para mantener un monto adecuado de reservas internacionales. Si entraba mucho capital externo se reduciría la colocación de deuda interna y bajaría la tasa de interés de los bonos gubernamentales y viceversa.

Se dio una renegociación de la deuda externa con el fin de abatir las transferencias al exterior, que entre 1983 – 1987 fueron considerables, y fomentar la entrada de ahorro externo, señalado como un pilar de la política de financiamiento de 1998 – 1994.

La política económica impuesta para desregular y liberalizar la economía y el sistema financiero en su conjunto, fueron medidas en caminadas a la atracción de flujos de capital externo, y elevar el grado de competitividad en las actividades productivas, sin embargo, las condiciones existentes, causaron un fuerte recesión, que terminó en la severa crisis de 1994 – 1995, además cabe mencionar que se han incorporado medidas nuevas en años recientes, como la referente a la banca de desarrollo y de los fideicomisos gubernamentales, que con la privatización de gran parte de las empresas estatales tienen la oportunidad de asumir una nueva y sana forma de operación ante los clientes privados. Tampoco es posible, dejar de lado la creación del sistema de ahorro para el retiro (SAR) y con ello las administradoras de fondos para el retiro (AFORE) constituidas de forma independiente, pero también creadas por los grupos financieros recientemente formados, el auge de las aseguradoras, que ahora en su situación de captación de recursos utilizables en el largo plazo, tiene opción de operar libremente los recursos de los que se hacen llegar

²¹ Huerta, Arturo. La política neoliberal de México, estabilización económica de México limitantes y alternativas. Ed. Diana. México. 1994. Pág. 63

en la compra y venta de activos financieros, en detrimento nuevamente de las actividades productivas.

SISTEMA FINANCIERO
MEXICANO Y
MERCADO DE VALORES

3.1 EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

La captación del ahorro y el otorgamiento del crédito es el requisito indispensable para que pueda existir un sano y sostenido crecimiento de la economía,¹ mismo, que solo es posible si se da una adecuada transferencia de recursos de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias. En este contexto, es que cobra pronunciada importancia la participación del sistema financiero dentro de una nación, cuyo fin es contribuir precisamente a la transferencia de recursos necesarios.

Para que esto ocurra, el sistema financiero debe de contar con opciones de inversión y de financiamiento, que proporcionen facilidades para la captación de recursos y su colocación en unidades económicas que lo requieran, atendiendo de manera adecuada los intereses de los usuarios.

Desde la conformación del sistema financiero mexicano, este ha enfrentado como reto principal el de propiciar el crecimiento económico del país. A lo largo de las últimas décadas, la economía mexicana ha experimentado cambios importantes en su estructura, como consecuencia de cambios ocurridos en la economía internacional, generando en el país, una creciente eliminación de regulaciones en cada una de los sectores económicos nacionales, entre ellos el sistema financiero mexicano, mismo que carece de fortaleza y solidez que propician un crecimiento limitado.

En el entorno de la globalización de los mercados y servicios financieros por todo el mundo, las entidades de todos los países del mundo buscan conseguir fondos y no limitarse a los disponibles a sus mercados domésticos, de manera tal, que los inversionistas buscan las mismas oportunidades.

En el proceso de globalización del sistema financiero, la posición competitiva de una entidad financiera en un país, se vea afectada por su posición en otros países. Esta tendencia marca la estructura y el comportamiento a largo plazo del sector. Un

¹ Ortiz Soto, Oscar Luis El dinero. Edit. Facultad de Economía. Pág. 341.

sector global no es solo la existencia de empresas transnacionales, sino el grado de rivalidad que se da entre ellas, para alcanzar una posición de liderazgo en el mercado.²

En México, la inestabilidad macroeconómica, junto con la debilidad del sector financiero refleja una falta de competitividad frente a los intermediarios financieros internacionales. Esta falta de competitividad en el sistema financiero, no permite una integración de la economía en el mercado mundial, que se traduce en pérdida de oportunidades en inversiones como consecuencia de la apertura comercial mundial. En este sentido es normal que el sistema financiero mexicano necesite de una modernización y adecue sus estructuras y sus sistemas mediante los que opera junto con los instrumentos a las nuevas condiciones de la economía.³

En estas condiciones era imprescindible e inaplazable la modernización del sistema financiero mexicano, en virtud de que el sistema tiene el papel central de la movilización de los recursos y su consecuente canalización eficiente y oportuna hacia las áreas consideradas como prioritarias para el desarrollo nacional.

Cuando se anunció la reprivatización de la banca, surgieron diversos grupos financieros y corporativos que se acercaron a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y al Banco de México a manifestarles su interés de participar como adquirentes de las instituciones que el futuro instantáneo serían puestas a la venta.

Los interesados no fueron únicamente las personas ya incluidas en este sector, sino que grupos de otros gremios manifestaron también su interés por comprometer y diversificar sus recursos en México, y que pronto se vieron integrados.

De esta manera el primer grupo en solicitar su registro de adquisición es Banamex, dando como resultado que Roberto Hernández, Alfredo Harp y José Aguilera encabezaron a los ganadores de la subasta del banco más grande del país. Acudieron también a presentar sus registros José Madariaga Lomelín, representante de Probusa que hizo historia por ser el comprador del primer banco desincorporado, y continuaron una serie de grupos que presentaron su registro por el interés de adquirir instituciones⁴.

² Canals Jordi. "La nueva economía global" Ediciones Deusto, España 1993. Pág. 97.

³ CIDAC. El Sistema Financiero Mexicano. Edit. Diana, México 1990. Pág. 12

⁴ Ortiz Martínez Guillermo. "La reforma Financiera y desincorporación bancaria". CFE 1994. Cap. XII Pág. 245

Se otorgaron 144 constancias de registro correspondiente a 35 grupos interesados en la compra de 18 instituciones de banca múltiple⁵. Cuando se concluyó la venta de instituciones financieras otorgadas en seis diferentes paquetes, y se origino el sistema financiero integrado en grupos, conocidos como grupos financieros.

Esta primera medida de la reprivatización de la banca fue una de las primeras acciones llevadas a la práctica durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari cuyo propósito principal fue el internacionalizar el mercado financiero mexicano. A partir de su sexenio se pusieron en práctica una serie de reformas - además de la desincorporación bancaria - en materia financiera, cuya implementación produjo un doble efecto; que por una parte llevo a la liberalización de las actividades financieras y por la otra una importante y gigantesca reforma institucional.⁶

Se dio una importante reorganización y se aplicaron reformas en el sector financiero nacional, cuyo objetivo fue disminuir la regulación excesiva y mejorar la supervisión del sistema en su conjunto; así como reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos, fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de economías de escala, así como promover una mejor cobertura de mercados y mayor competencia entre intermediarios.

Las leyes que fueron reformadas en lo que se conoció como el “Paquete financiero” de diciembre de 1989 fueron las siguientes:⁷

- ❖ Ley de instituciones de crédito.
- ❖ Ley general de instituciones y sociedades mutualistas de seguros.
- ❖ Ley federal de instituciones de fianzas.
- ❖ Ley general de organizaciones y actividades auxiliares de crédito.
- ❖ Ley del mercado de valores.
- ❖ Ley de sociedades de inversión.

De la misma forma se dieron reformas en el marco jurídico que regulan las instituciones financieras, pero que no significaría que el estado dejara de lado sus responsabilidades, sino que el estado ejercería su rectoría en el ámbito financiero a

⁵ Ibidem. Pág. 240 – 241.

⁶ Huerta Moreno Ma. Guadalupe. La Apertura del Sistema Financiero Mexicano en el contexto de la desregulación Financiera mundial. Publicación en página Web de la UAM.

⁷ Ortiz, Martínez. “Reformas financieras y desincorporación bancarias”. Cáp. VII – IX.

través del fortalecimiento de sus funciones de normatividad, regulación y supervisión sin contar con otras instituciones también fortalecidas, encargadas del crédito para el fomento del desarrollo económico. De esta manera la reforma constitucional se sustenta en tres bases que tienen como fondo lo siguiente:⁸

1. En primera instancia el cumplimiento de los objetivos básicos del estado de dar respuesta a necesidades sociales y propiciar el bienestar en bases productivas sólidas y duraderas.
2. El cambio de las realidades sociales en las estructuras económicas en el papel del estado y del sistema financiero mismo, que habían modificado de raíz las circunstancias que explicaron en su momento, la nacionalización de la banca en 1982.
3. El propósito de ampliar el acceso y mejorar la calidad de servicios financieros en lo que se refiere a banca y crédito en beneficio de la población en su conjunto, evitando subsidios, privilegios y abusos.

Bajo estas bases y en medio de una serie de reuniones, se llevaron a cabo las reformas del artículo 28 y 123 constitucionales, que daban de manera inmediata el marco básico necesario para que los sectores privado y social pudieran prestar el servicio de banca y crédito.

En este aspecto, es importante señalar el hecho de que los países en vías de desarrollo se distinguen por no generar gran cantidad de montos de inversión productiva ni de instrumentos adecuados para el fondeo de la inversión, y se da una intervención estatal directa sobre la economía.

Por lo tanto, en países con atrasos estructurales y mercados de valores débiles, el mercado financiero ha tenido que ser regulado para que el gasto de la inversión pudiera fondearse a fin de evitar crisis financieras.

En América Latina el proceso de la liberalización financiera se ha dado a partir del contexto de crisis de pagos de deuda, producidas por reducciones de liquidez por parte de la banca internacional, alzas en las tasas de interés internacional y en los mercados financieros internos débiles. Otro factor importante es la primacía de la ganancia especulativa en detrimento de la inversión fija, donde incluso los bancos prefirieron comprar valores negociables que prestar a sus clientes.

⁸ Ibidem. Pág. 75.

El sistema financiero mexicano (Cuadro 1) hasta fechas recientes queda integrado de la siguiente manera.

Cuadro 1. Sistema Financiero mexicano

Organismos reguladores	A quienes regulan	Naturaleza de la reglamentación
Secretaría de Hacienda y Crédito Público	Todo el sistema financiero y bancario.	Conduce al sistema bancario y financiero del país.
Banco de México	Todas las instituciones de Crédito (banca múltiple y de desarrollo), intermediarios bursátiles, fideicomisos e instituciones de seguros y fianzas.	Reglamenta las características de las operaciones activas, pasivas y de servicios que realizan las instituciones de crédito, los intermediarios bursátiles, los fideicomisos y las instituciones de seguros y fianzas, cuando tengan propósitos de regulación monetaria o cambiaria.
Comisión Nacional Bancaria y de Valores	Instituciones de crédito (banca múltiple y de desarrollo), organismos auxiliares de crédito y casas de cambio, sociedades financieras de objeto limitado, casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, emisores de valores, instituciones para el depósito de valores.	Inspecciona y vigila que se cumpla con las disposiciones de la ley de instituciones de crédito y Ley General de Organizaciones y actividades Auxiliares de crédito. Regula el mercado de valores y vigila que se cumpla con las disposiciones del mercado de valores, así como la ley de las Sociedades de inversión.
Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.	Instituciones de seguros, sociedades mutualistas de seguros, instituciones de fianzas	Inspecciona y vigila que se cumplan las disposiciones de las leyes generales de instituciones y sociedades mutualistas de seguros y federal de instituciones de fianzas.
Comisión Nacional para Sistema de Ahorro para el Retiro.	Administradoras de fondos para el retiro, sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro y en general, a los sistemas de ahorro para el retiro	Regula y supervisa las afores y las siefores. Vigila que se cumpla con las disposiciones de la ley de los sistemas de ahorro para el retiro

Fuente: Ramírez Solano Ernesto. "Moneda, banca y mercados financieros" Prentice hall. 2001 Pág. 58

Existe también la dependencia de protección a usuarios de servicios financieros, mejor conocido como la Condusef⁹, que supervisa cada uno de los organismos que integran el sistema financiero mexicano con la función de orientar y defender los intereses del público que utiliza los servicios y productos de los mismos.

Bajo el esquema mencionado, el sector se define de la siguiente manera:

“el sistema financiero es el conjunto de mercados, leyes, regulaciones y sistemas de operación a través de los cuales los instrumentos financieros se intercambian, se determina el nivel y la estructura de las tasas de interés y se producen los servicios financieros que demanda la sociedad económica contemporánea”.¹⁰

El sistema financiero tiene la capacidad de determinar el nivel de crédito y el costo que va a tener cada uno de los mismos otorgados y por medio de sus operaciones influye directamente y de manera importante en el crecimiento económico, cuando se encarece el costo de los créditos, tiene como fondo del asunto una baja disponibilidad de recursos, por lo que el gasto o la demanda agregada se contrae.

En términos generales, las funciones principales del sistema financiero son las siguientes¹¹.

- ❖ La estimulación del ahorro, que significa la importante creatividad por parte de las instituciones financieras para crear productos y servicios que puedan ofrecer a los ahorradores, para que depositen su confianza y sus excedentes con un riesgo mínimo.
- ❖ La función patrimonial, que radica en la confiabilidad del sistema de resguardo de valores de la sociedad, para poder dar incremento en la riqueza patrimonial de los usuarios de los servicios financieros.
- ❖ La función de liquidez, que es la factibilidad con que los usuarios puedan cambiar bonos u otros activos financieros por dinero en efectivo de acuerdo a sus necesidades de liquidez.

⁹ Esta comisión se incorporó en el sistema financiero mexicano mediante un decreto realizado por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en 1998, y publicada en el Diario Oficial de la Federación el 18 de Enero de 1999.

¹⁰ Ortiz Soto Oscar Luis. El dinero, la teoría, la política y las instituciones. Pág. 343

¹¹ Ibidem.

- ❖ La más importante de las funciones del sistema financiero se refiere precisamente al otorgamiento de crédito de la manera más eficiente posible a empresas, personas físicas y gobierno. De la eficiencia que se tenga para otorgar créditos dependerá que no haya recursos sin utilizar en las arcas de las instituciones.
- ❖ También es de importancia el hecho de las instituciones financieras creen servicios como el método de pagos como alternativas eficaces para realizar los pagos de servicios por adquisición de bienes, servicios o pagos fiscales.
- ❖ La función del riesgo consiste en que este sea el menor dado de que son inherentes a las operaciones financieras y no puede pedir que el riesgo sea eliminado.
- ❖ La función política radica en la creación de las mismas – principalmente de carácter monetario – como complemento de la política económica para suavizar el camino y maximizar los niveles de producción.

Dada la diversidad de operaciones que realiza el sistema financiero, una gran cantidad de estas transacciones se lleva a cabo en los diferentes mercados existentes dentro del sistema financiero mexicano, mismos que constituyen los canales principales por donde se mueven los principales flujos de recursos, que continuamente son agotados por los demandantes de crédito y vueltos a llenar por los oferentes de fondos.

3.2 El mercado de valores.

El mercado de valores mexicano desempeña un papel relevante en el proceso de canalización del ahorro generado en algunos sectores (superávitarios) para su inversión en el resto de la economía.

Cuando hablamos de mercado de valores estamos haciendo referencia a los llamados mercados financieros, pero para entender esto, es necesario comenzar por algunos aspectos básicos que poco a poco ayudaran a entender el mercado de valores como tal.

En primer lugar tenemos la existencia de activos, que en términos generales es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio. Los activos pueden ser clasificados como tangibles o intangibles¹², donde tangible, es aquel cuyo valor depende las propiedades físicas particulares del mismo, mientras que los intangibles, representan beneficios legales sobre algún beneficio futuro. Para el caso del estudio de los mercados financieros o de valores, hablamos de activos financieros intangibles. Para estos, el valor o beneficio típico es una obligación de dinero a futuro.

Los activos financieros tienen dos funciones económicas principales, la primera es la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles. La segunda función es la de transferir fondos en forma tal, que se distribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo generado por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos.

Los mercados financieros proporcionan otras tres funciones¹³ económicas adicionales; la primera de ellas es que la interacción de compradores y vendedores determina el precio del activo comercializado, que además, en forma equivalente, determinan el rendimiento requerido de un activo financiero, por lo tanto, el incentivo para que las empresas adquieran fondos depende únicamente del rendimiento necesario que demandan los inversionistas, esta es la característica de los mercados financieros que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre activos financieros. Se le conoce como el proceso de fijación de precio.

La segunda función es que los mercados proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero. En este sentido, se dice que un mercado financiero proporciona liquidez, lo que es una característica atractiva cuando las circunstancias fuerzan o motivan a un inversionista a vender. Sin esta característica de los mercados financieros, el inversionista estaría forzado a conservar un instrumento hasta su vencimiento. No obstante, que los mercados financieros proporcionan alguna forma de liquidez, el grado de la misma es uno de los factores

¹² Fabozzi Frank. "Mercados e instituciones financieras" Prentice Hall 1ra Edición México 1996. Pág. 2.

¹³ Ibidem. Pág. 7

que caracteriza a los diferentes mercados. Las transacciones que se realizan mediante diferentes mercados, que de la misma forma se encuentran dentro del sistema financiero mexicano llevan un proceso que son atendidos por los intermediarios.

El proceso de intermediación que se realizan en el mercado de valores es de gran importancia para la evolución dinámica de una economía de libre mercado, es decir, donde existe la propiedad privada y el estado solo interviene como regulador y orientador tanto de las instituciones sociales como de las personas físicas¹⁴. En la actualidad, el mercado de valores es una parte fundamental sobre la que se sustenta el funcionamiento del sistema financiero. En el esquema de la globalización mundial de la economía existe la tendencia de incrementar la importancia de la intermediación del sistema bancario, y gana terreno la práctica de las empresas de obtener el financiamiento para expansión a través de la bursatilización de valores, es decir, que las formas tradicionales de financiamiento sustentadas en el crédito bancario, esta perdiendo importancia relativa.

El proceso de la integración financiera internacional y la intensa búsqueda de recursos financieros que son complementos para acrecentar los acervos de capital por parte de los países desarrollados que se da a través de la apertura económica y préstamos en el mercado internacional, han implicado que los recursos se obtengan de manera mas significativa e importante del mercado internacional de valores y en menor medida del crédito bancario.

Por consiguiente y con fundamento en lo que se ha mencionado, el mercado de valores queda explicado de la siguiente forma:

“El mercado de valores es el conjunto de normas y participantes (emisores, intermediarios, inversionistas y otros agentes económicos) que tiene como objeto permitir el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores.”¹⁵

¹⁴ Solís Leopoldo. “Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI” Editorial. Siglo XXI. México 1997. Pág. 106

¹⁵ <http://www.enbv.gob.mx>

El funcionamiento del mercado financiero en México se sustenta en una estructura que permite distinguir los siguientes elementos:¹⁶ Autoridades, emisores de valores, inversionistas, Intermediarios Bursátiles y otros participantes

Autoridades

Las autoridades establecen la regulación que debe regir la sana operación del mercado de valores. Además supervisan y vigilan que dichas normas se cumplan, imponiendo sanciones para aquéllos que las infrinjan.

La facultad para la intervención estatal en el sistema financiero mexicano y la importancia de este sistema dentro de los objetivos de desarrollo equilibrado y productivo, se encuentran plasmados en los artículos 25, 26 y 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Es necesario hacer la aclaración en este aspecto el hecho de que la regulación del mercado de valores no busca eliminar el riesgo de los valores que se intercambian en el mercado, dado que las alternativas de inversión realizadas, traen diferentes niveles de riesgo, de los cuales dependen los beneficios o rendimientos que esperan obtener los inversionistas.

La legislación antes mencionada señala que son tres los organismos reguladores del mercado de valores que son, Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México y Comisión Nacional Bancaria y de Valores, de los cuales menciono su participación principal dentro del mercado de valores mexicano

Secretaría de Hacienda y Crédito Público

La SHCP se encarga de determinar los criterios generales normativos y de control aplicables a las instituciones que participan en el mercado de valores, así como de proponer políticas de orientación y regulación de las entidades financieras que concurren a dicho mercado.

Banco de México

Al Banco de México y su relación con el Mercado de valores, le corresponde dictar las disposiciones a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y los

¹⁶ Los conceptos presentados fueron tomados de la página Web de la CNBV.

especialistas bursátiles, relativos a su actuación como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son reportos y operaciones de préstamo sobre valores. Además, está facultado para imponer multas a los intermediarios financieros por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio banco central emite.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores tiene por objeto supervisar (a través de las facultades de inspección, vigilancia, prevención y corrección que le confieren las leyes y disposiciones aplicables) y regular la mayoría de las actividades que se realizan en el mercado de valores a fin de procurar su correcto funcionamiento. Asimismo, tiene por objeto mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero en su conjunto.

La ocupación principal de la CNBV está encaminada a cumplir con tres objetivos principales¹⁷:

- ❖ Proteger los intereses del público inversionista;
- ❖ Procurar que el mercado sea justo, eficiente, transparente y líquido; y,
- ❖ Procurar la reducción del riesgo sistémico.

¹⁷ La protección de los intereses de los inversionistas

La confianza de los inversionistas es indispensable para que el mercado de valores pueda desarrollarse y operar de manera estable.

Un mercado es justo en la medida en la que se encuentra exento de conductas contrarias a los usos y sanas prácticas del propio mercado y siempre que todos los inversionistas pueden llevar a cabo transacciones en igualdad de condiciones.

La eficiencia del mercado se nota cuando los precios de los valores que en él cotizan reflejan toda la información que atañe a una emisora, y por último, la transparencia en el mercado se alcanza cuando la información relativa (se refiere a aquella que se proporciona previamente a las negociaciones y la que se genera como resultado de las operaciones) que permite al inversionista conocer el valor de su inversión y es útil para determinar la factibilidad de efectuar una operación a determinado precio.

La liquidez depende del importe que se negocia en el mismo, lo que además de resultar atractivo para inversionistas y emisoras, es útil para evitar que se lleven a cabo prácticas contrarias a los intereses del mercado. Cuando un mercado es justo, eficiente, transparente y líquido, se puede afirmar que su desarrollo está asegurado en beneficio de todos sus participantes.

Para la reducción del riesgo sistémico y dada la interrelación que existe entre el sector financiero y la economía del país, las dificultades que enfrenta el primero pueden tener consecuencias negativas inmediatas en la actividad económica. Para aquellos casos en los que la quiebra de un intermediario no pueda evitarse, la regulación debe establecer mecanismos que disminuyan el impacto de esta situación sobre el sistema financiero en su conjunto.

En este sentido, la CNBV ha emitido regulación de carácter prudencial aplicable a los intermediarios, que está encaminada a procurar que éstos cuenten con sistemas de control interno adecuados que les permitan medir y limitar la toma excesiva de riesgos. *Ibidem*.

Los demás participantes del mercado son:

Emisores de valores

Los emisores de valores son las entidades económicas que requieren de financiamiento para la realización de diversos proyectos, mismas, que además de requerir de financiamiento, cumplen con los requisitos de inscripción y mantenimiento establecidos por las autoridades para garantizar el sano desempeño del mercado.

Entre éstos se tienen:

Empresas pertenecientes a la industria extractiva, la industria de la transformación, industria de la construcción, varios, comercio, comunicaciones y transportes y servicios financieros.¹⁸

Instituciones Financieras, Gobierno Federal, Gobiernos Estatales, Instituciones u Organismos Gubernamentales

Inversionistas

Son los agentes económicos que demandan diferentes instrumentos financieros (valores), con el propósito de obtener los mayores rendimientos posibles respecto a los riesgos que están dispuestos a asumir. Aquí se encuentran a personas físicas y morales tanto mexicanas como extranjeras, entre las que se enuncian las siguientes:

Gobierno Federal, Gobiernos Estatales, Sociedades de inversión, Inversionistas Institucionales, Instituciones Financieras

Intermediarios Bursátiles

Son aquellas personas morales autorizadas para: realizar operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores; efectuar operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de las cuales se haga oferta pública; así como administrar y manejar carteras de valores propiedad de terceros. Bajo este rubro se tienen a especialistas bursátiles y casas de bolsa.

¹⁸ Sectores económicos mexicanos, cuyas empresas cotizan en bolsa.

Otros participantes

Son todas aquellas instituciones que coadyuvan al buen funcionamiento y operación del mercado de valores. Entre estos se encuentran los siguientes participantes:

Bolsa Mexicana de Valores, Instituciones para el depósito de valores, Sociedades de inversión, Sociedades operadoras de sociedades de inversión, Sociedades valuadoras de acciones de sociedades de inversión, Sociedades calificadoras de valores, Asociaciones de intermediarios bursátiles, Contrapartes centrales y Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión.

Bolsa de valores

La bolsa tiene por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado de valores al proveer la infraestructura necesaria para poner en contacto a oferentes y demandantes de los valores en ellas cotizados. En la Bolsa Mexicana de Valores es el lugar donde se reúnen a diario representantes de las casas de bolsa o de “corretaje bursátil” para comprar y vender valores por cuenta de clientes.

Es conveniente señalar el hecho de que por mucho tiempo la intermediación financiera generada en este mercado de manera marginal, el hecho trascendental para su desarrollo, fue la promulgación de la Ley del mercado de valores en 1975, en la que se define el marco jurídico sobre el cual se deben realizar las operaciones bursátiles, misma que ha sido modificada de modo tal que en 1995 se decreta que la BMV se deja de considerar como institución auxiliar de crédito y puede realizar funciones como:¹⁹

- ❖ Establecer locales, instalaciones y mecanismos que permitan sus operaciones en el mercado bursátil.
- ❖ Vigilar que las disposiciones sean aplicables.
- ❖ Cuidar que los valores inscritos satisfagan las demandas y requerimientos para ofrecer seguridad a los inversionistas.
- ❖ Difundir las cotizaciones de los valores, los precios y condiciones de las operaciones.

¹⁹ Solís Leopoldo. “Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI” Editorial. Siglo XXI. México 1997. Pág. 120

Instituciones para el depósito de valores

La función principal de estas instituciones, es la custodia y administración de valores, así como facilitar la liquidación y compensación de operaciones celebradas con valores dentro y fuera de Bolsa. Se la conoce con el nombre de Indeval S.A. de C.V.

Sociedades de inversión

Las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y venta de Activos Objeto de Inversión conocidos como los valores, títulos y demás documentos a los que resulte aplicable el régimen de la Ley del Mercado de Valores inscritos en el Registro Nacional de Valores o listados en el Sistema Internacional de Cotizaciones, y otros valores como los recursos en efectivo, bienes, derechos y créditos, documentados en contratos e instrumentos, incluyendo aquellos referidos a operaciones financieras conocidas como derivadas, así como las demás cosas objeto de comercio que de conformidad con el régimen de inversión previsto en la Ley de Sociedades de Inversión y en las disposiciones de carácter general que al efecto expida la Comisión para cada tipo de sociedad de inversión, sean susceptibles de formar parte integrante de su patrimonio.

De acuerdo con la Ley de Sociedades de Inversión éstas pueden ser de cuatro tipos: Sociedades de inversión de renta variable, Sociedades de inversión en instrumentos de deuda, Sociedades de inversión de capitales, y Sociedades de Inversión de objeto limitado.

Las sociedades de inversión de renta variable operan con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero. Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda operan exclusivamente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo. Las sociedades de inversión de capitales operan preponderantemente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran

recursos a mediano y largo plazo. Las sociedades de inversión de objeto limitado operan exclusivamente con los Activos Objeto de Inversión que definan en sus estatutos y prospectos de información al público inversionista.

Sociedades calificadoras de valores

Son sociedades cuyo objeto es presentar una opinión respecto al grado de riesgo relativo a una emisión de deuda.

Asociaciones de Intermediarios Bursátiles

Existe la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles. A. C. (AMIB), que agrupa a todas las casas de bolsa que operan en el país y las representa ante las autoridades reguladoras del mercado de valores.

La forma mediante la cual se da la operación del mercado de valores, es con la existencia de mercados perfectamente definidos, para realizar cada una de las operaciones de valores o activos en el mercado, cada uno de los mercados se encarga de cubrir necesidades de tipo financiero de acuerdo a diferentes formas de operación y requerimientos. En este sentido los mercados financieros existentes en México son los siguientes.

A continuación se describe cada uno de los mercados financieros integrados en el sistema financiero mexicano, así como mostrar sus principales funciones:²⁰

Mercado de dinero.

Esta conformado por la captación y colocación de recursos principalmente en el corto plazo, los instrumentos negociados no exceden de un plazo mayor de un año. Cuando las empresas solicitan un préstamo de corto plazo el requerimiento es principalmente para capital de trabajo.

Mercado de capitales.

El mercado de capitales se encarga principalmente de cubrir necesidades de largo plazo a las empresas, los particulares y el gobierno. En este caso dado que el crédito es a largo plazo, los montos de crédito son muy elevados por lo que es

²⁰ Ortiz Soto, Oscar Luis El dinero. Edit. Facultad de Economía

empleado en fines de expansión o modernización de las plantas productivas ya instaladas, o en el caso del gobierno, la construcción de inmuebles. El caso del mercado de capitales es algo mucho más allá de adquirir un crédito, y emplearlo, pero lo tratare con mayor detenimiento en páginas siguientes, como motivo de que es éste el tema principal de este trabajo.

De acuerdo a los lineamientos de apertura de los mercados, se encuentran mercados financieros de tipo abierto o negociados. Para el caso del mercado abierto se caracteriza por la venta de instrumentos de financieros a la mejor postura través de subastas. Por su parte, los mercados negociados se llevan a cabo con un número reducido de participantes con quienes solamente se lleva a cabo la transacción de recursos. Suele ocurrir cuando se realiza una emisión de acciones por parte de una empresa, que se destina a ser colocada solo ante una parte reducida de inversionistas ya determinado, incluso a través de un contrato previo. Este tipo de colocación de las acciones puede ser de tipo público o privado, que es el caso en el que se determina solo a un determinado número o inversionistas determinados.

También existe que de acuerdo al criterio de orden de colocación de títulos de renta variable, que son las acciones, se puede da en el mercado primario entendiéndose por este el primer lugar en el cual serán ofrecidos lo títulos que se puede dar de únicamente a los principales intermediarios, y es donde serán compradas por primera vez, es decir, es la colocación de acciones por primera vez en el mercado bursátil. Es en este lugar es donde el emisor recibe su financiamiento.

En el mercado secundario se realizan las transacciones de compra - venta de los títulos ya puestos en circulación. En términos generales, el mercado secundario brinda la oportunidad a que los inversionistas puedan liquidaron con anticipación a fin de que puedan contar con liquidez si así lo desean y consideran necesario. Brinda también la oportunidad a que los agentes reordene sus carteras de inversión, bajo una nueva perspectiva de rendimiento y una minimización del riesgo. El volumen de recursos que se manejan en el mercado secundario es mucho mayor al que se maneja en mercado primario, porque en el mercado secundario se maneja la totalidad de recursos que en un momento determinado, fueron lanzados al mercado en el mercado primario.

Mercado spot.

Es característica principal de los mercados financieros pues, se refiere a que se compran instrumentos financieros para entrega inmediata y al precio vigente en ese momento.

Mercado de derivados.

El mercado de derivados surge como respuesta a las grandes fluctuaciones de mercados físicos y financieros, lo cual esta acompañado de importantes y altos niveles de riesgo para los agentes económicos y financieros en sus transacciones operativas.

El entorno cambiante hace que los transaccionistas estén sujetos a la constante incertidumbre y les resulta difícil y riesgoso planear a futuro, ya que puede ser que los resultados finales no sean como los habían estimado, o aún todo lo contrario a lo que esperaban. Como consecuencia de esto surge la necesidad de utilizar instrumentos de cobertura para estos riesgos a fin de permitir que los agentes económicos puedan planear a futuro y reducir la incertidumbre del mercado del que dependen los riesgos en que incurren, es decir, que de cierta forma dichos riesgos pueden ser controlados.

El mercado de derivados es un mercado referenciado al mercado de físicos, directamente (sobre un bien subyacente) o indirectamente (derivados sobre una opción o futuro de un bien subyacente). El mercado de derivados es un mercado de transacción "a futuro", es decir, su negociación es inmediata pero su liquidación es a un plazo posterior. El mercado de físicos es un mercado de transacción "cash" o de negociación y liquidación inmediata.

Básicamente el mercado de derivados pretende controlar el riesgo que implica una transacción de un bien físico en efectivo en un futuro bajo la existencia de volatilidad en los precios de dicho bien, mediante la fijación del precio de dicho bien "a futuro" considerando las variables que inciden en la valuación de dicho precio. Los instrumentos que se operan en el mercado de derivados son las opciones y los futuros que se describe a continuación.

Futuros.

Los futuros permiten las transacciones que implican entrega futura de los activos negociados. La finalidad consiste en abatir el riesgo de mercado. Se hace conveniente para el comprador como para el vendedor, el garantizarse el monto de una futura transacción. También existe como en el mercado spot, un mercado de futuro en donde las transacciones son de mercancías, principalmente en materias primas.

Opciones.

Se tienen la oportunidad principalmente de abatir el riesgo de mercado, lo que significan las fluctuaciones de los precios de los instrumentos negociados. El abatimiento de riesgo se lleva mediante un mecanismo en el que se establecen diversos precios, para una variedad de instrumentos y por un periodo determinado, en el que los precios establecidos no tendrán variación más que la estipulada. Al mismo tiempo se establecen condiciones mediante las que se puede llevar a cabo la transacción, según la evolución del mercado, de tal forma que tanto el comprador como el vendedor minimizan riesgos.

3.3 Instrumentos utilizados en el mercado de valores.

Los instrumentos utilizados para llevar a cabo las transacciones en el mercado de valores son los siguientes de los que se da una breve descripción.²¹

Papel comercial

Son pagarés suscritos por sociedades anónimas mexicanas denominados en moneda nacional, y destinados a circular en el mercado de valores. El financiamiento que obtiene la empresa a través de este tipo de instrumento es a corto plazo, opera como una línea de crédito anual y se puede emitir a plazos entre 1 y 360 días. Este instrumento se coloca a descuento, es decir, se negocia bajo par, por lo que su rendimiento resulta de la diferencia entre su valor de colocación y su redención o vencimiento.

²¹ Tomado de la página electrónica de CNBV.

Las emisoras que deseen emitir papel comercial para obtener financiamiento podrán elegir cualquiera de los siguientes tipos:

Quirografario: Es el más común, no cuenta con garantía y se otorga de acuerdo a la solvencia de la empresa emisora.

Avalado: Está garantizado por una institución de crédito.

Afianzado: Garantizado mediante una fianza.

Indizado al tipo de cambio: Puede darse en cualquiera de las tres modalidades anteriores, denominado en dólares americanos, pero liquidable en moneda nacional de acuerdo al tipo de cambio vigente.

Indistinto: Pueden emitirse al amparo de una misma línea, pagarés denominados en moneda nacional o indizados al tipo de cambio.

Pagare de mediano plazo

Son títulos de crédito que documentan una promesa incondicional de pago a mediano plazo (no menos de un año ni más de siete años) de una suma determinada de dinero, suscrito por sociedades anónimas mexicanas y denominados en moneda nacional, destinados a circular en el mercado de valores.

Existen cuatro tipos de pagarés:

Quirografario: no cuenta con garantía y se otorga de acuerdo a la solvencia de la empresa emisora.

Avalado: está garantizado por una institución de crédito.

Con Garantía Fiduciaria: se garantiza con bienes muebles, inmuebles o valores, mediante un contrato de fideicomiso.

Vinculado al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC): puede darse en cualquiera de las tres modalidades anteriores, pero su valor nominal se ajustará conforme al INPC, o bien, estar denominado en Unidades de Inversión (UDIS).

Pagare financiero

Son pagarés suscritos en moneda nacional por arrendadoras financieras y empresas de factoraje financiero, cuya finalidad es obtener financiamiento a mediano plazo, su vencimiento oscila entre uno y tres años, su valor nominal es de \$100 o sus

múltiplos. Al igual que el pagaré de mediano plazo, el pagaré financiero puede ser quirografario, avalado o con garantía fiduciaria.

Obligaciones

Son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Son nominativos y deberán emitirse en denominaciones de \$100.00 o de sus múltiplos. Las obligaciones llevarán adheridos cupones y darán a sus tenedores, dentro de cada serie, iguales derechos.

Las obligaciones pueden ser de cuatro tipos:

Quirografaria: no existe garantía específica, por lo cual generalmente se establecen limitaciones a la estructura financiera y corporativa de la emisora.

Hipotecaria: garantizadas por gravamen establecido sobre un bien inmueble específico.

Prendaria: garantizada con diversos bienes muebles.

Fiduciaria: garantizada con bienes muebles, inmuebles o valores, mediante la constitución de un fideicomiso.

Las obligaciones se pueden emitir en cualquiera de las siguientes modalidades:

Subordinadas: aquellas cuya prelación en el pago está en último lugar, sólo antes de capital.

Convertibles: valores que representan fracciones de la deuda contraída por la emisora y otorga al tenedor la facultad de convertir dicho valor en acciones de la propia emisora.

Rendimientos capitalizables: es aquella en la que se capitalizan parte de los intereses, incrementando con ello el saldo insoluto de la deuda.

Colocaciones múltiples: cuando el monto total se coloca parcialmente en varias emisiones en distintos periodos.

Vinculadas al Índice de Precios al Consumidor (INPC): el importe del principal se actualiza periódicamente con el INPC, y ofrecen una tasa de rendimiento real.

Udizadas: el importe del principal se ajusta diariamente con el valor de la UDI.

Certificados de participación

Son títulos de crédito nominativos emitidos por una sociedad fiduciaria sobre bienes, valores o derechos que se afectan en un fideicomiso irrevocable para tal fin. Se emiten con base en el valor de los bienes fideicomitados dando a los tenedores de los mismos, derecho a una parte proporcional de los frutos o rendimientos, propiedad o titularidad, o bien derecho al producto de la venta de los bienes, derechos o valores. Existen dos tipos de certificados de participación:

Ordinarios (CPO's): cuando el fideicomiso está constituido por bienes muebles.

Inmobiliarios (CPI's): cuando el fideicomiso está constituido por bienes inmuebles.

De acuerdo a la forma de amortización los certificados de participación pueden ser:

Amortizables: cuando los certificados dan a sus tenedores, el derecho tanto a una parte proporcional de los frutos o rendimientos correspondientes, como al reembolso de su valor nominal de acuerdo con el valor ajustado que se especifique en el acta de emisión.

No amortizables: Cuando no se pacta en el acta de emisión correspondiente el reembolso de los Certificados en una fecha determinada.

Acciones

Las acciones son títulos que se emiten en serie y representan una parte alícuota del capital social de la empresa que incorporan derechos corporativos y patrimoniales a los socios o tenedores de acciones dependiendo de los derechos que confieren las acciones, éstas pueden ser:

Acciones comunes: Confieren iguales derechos y son de igual valor (también se les conoce como ordinarias).

Acciones preferentes: También llamadas de voto limitado. Solo posee el derecho a voto en asambleas extraordinarias.

Existe una clasificación en la emisión de series accionarias que permite distinguir a los posibles tenedores:

Serie "A".- Acción ordinaria exclusiva para Mexicanos

Serie "B".- Acción ordinaria de Libre Suscripción (Mexicanos y Extranjeros)

Serie "C".- Acción ordinaria (serie neutra de acuerdo a las normas establecidas por la Comisión Nacional de Inversión Extranjera) que restringe los derechos corporativos (derecho a voto) a los inversionistas extranjeros.

Serie "L".- Acción ordinaria con voto limitado.

Clases de ofertas de acciones

Se considera oferta pública la que se haga por algún medio de comunicación masiva o a una persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos o documentos comúnmente llamados valores.

A continuación se describen brevemente los tipos de ofertas que pueden realizar las empresas:

Primaria: Cuando los recursos provenientes de un aumento de capital social ingresan directamente a la empresa.

Secundaria: Cuando la oferta pública la realiza algún accionista o grupo de accionistas, los cuáles reciben el producto de la misma.

Mixta: Cuando parte del importe captado por la emisión se destina a la empresa y otra parte lo reciben los accionistas.

Oferta Internacional: Es la colocación de acciones de empresas mexicanas en el mercado internacional de capitales, generalmente a través de American Depositary Receipts (ADR's).

Colocación simultánea: Consiste en ofrecer en forma simultánea las acciones en el extranjero y en México.

Oferta pública de compra: Consiste en la oferta realizada por una empresa o la misma emisora para adquirir parcial o totalmente las acciones de ésta última, generalmente con el objetivo de obtener el control de la emisora o darle de baja en la Bolsa.

Oferta pública de compra y suscripción recíproca: Es la oferta realizada por una empresa mediante la cual ésta ofrece comprar a los tenedores las acciones de una determinada emisora, condicionando dicha venta a la aplicación del producto de la misma a la suscripción de las acciones de la propia empresa.

Títulos opcionales (warrants)

Son los documentos que otorgan a sus tenedores, el derecho de comprar o de vender a un precio preestablecido un determinado número de acciones o algún otro instrumento o índices accionarios establecidos en los mismos. Los Warrants se emiten con fechas determinadas a cambio del pago de una prima.

Los títulos opcionales pueden ser:

De compra (Call): otorgan al tenedor el derecho de adquirir del emisor las acciones o canasta de referencia o bien recibir del emisor la suma de dinero que resulta de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio corriente de mercado de la acción de referencia o del conjunto de acciones de la canasta de referencia, según sea el caso, y el precio de ejercicio.

Si el valor de referencia es un índice, entonces otorga al tenedor el derecho de recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios y el precio de ejercicio.

De venta (Put): otorgan a sus tenedores el derecho de vender al emisor las acciones o canasta de referencia, recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el precio corriente de mercado de la acción de referencia o del conjunto de acciones de la canasta de referencia, según sea el caso.

Cuando el valor de referencia sea un índice, otorga el derecho de recibir del emisor la suma de dinero que resulte de la diferencia positiva determinada en la fecha de ejercicio, entre el precio de ejercicio y el valor de mercado del índice de referencia expresado en términos monetarios.

Dependiendo del momento en que se pueda ejercer el derecho arriba mencionado, los títulos opcionales pueden ser:

Tipo Americano: el derecho se puede ejercer en cualquier momento dentro del periodo establecido en el documento.

Tipo Europeo: el derecho se puede ejercer únicamente en una fecha determinada, normalmente al vencimiento. La liquidación de los títulos opcionales puede ser en efectivo (mediante el pago de una suma de dinero) o en especie (entrega de las acciones de referencia o de la canasta de referencia).

Instrumentos emitidos por instituciones de crédito

Las instituciones de crédito pueden emitir tanto instrumentos de largo plazo (bonos bancarios), como instrumentos de corto plazo (pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento).

Bonos bancarios de desarrollo

Son instrumentos con vigencia superior a tres años que se documentan a través de un título múltiple y que otorgan a sus tenedores un rendimiento igual a la que ofrecen los siguientes instrumentos a tres meses: cetes, pagares con rendimiento liquidable al vencimiento, tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) y tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) más un cierto porcentaje adicional de premio. El objeto de estas emisiones es que las instituciones de crédito cuenten con recursos a largo plazo que facilite su planeación financiera, así como el cumplimiento de sus programas crediticios.

Pagares con rendimiento liquidable al vencimiento

Son títulos emitidos por instituciones de crédito en donde se consigna la obligación de ésta de devolver al tenedor el capital más los intereses en una fecha determinada. Su objetivo es cubrir la baja captación bancaria para financiar las operaciones de crédito de los bancos.

Instrumentos emitidos por el gobierno federal. CETES

Son Certificados de la Tesorería de la Federación en donde se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar a su valor nominal al vencimiento. El objetivo es que Banco de México cuente con instrumentos de regulación monetaria en materia de tasas de interés, así como con medios para financiar al Gobierno Federal.

Bondes

Son bonos de desarrollo de la Tesorería de la Federación en donde se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de liquidar una

suma de dinero con cortes periódicos de cupón. El objetivo es financiar proyectos de inversión del gobierno federal a mediano y largo plazo.

Ajustabonos

Son bonos ajustables de la Tesorería de la Federación en donde se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma de dinero que se ajusta de acuerdo al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Su objetivo es proteger la inversión de la inflación para mantener el poder adquisitivo del capital de la inversión inicial.

UDIBONOS

Son bonos de desarrollo de la Tesorería de la Federación denominados en unidades de inversión (UDIS) a mediano y largo plazo. Su objetivo es proteger la inversión de la inflación para mantener el poder adquisitivo del capital de la inversión inicial. Cuentan con el respaldo del Gobierno Federal. Su denominación es en unidades de inversión (UDIS).

Cabe hacer mención que no importando que existan diversos mercados financieros y que las transacciones que se realizan en cada uno de ellos sean ajenas a los demás mercados, los movimientos que se dan en cualquiera de ellos afectan de manera directa en todos los demás, ya que todos están dentro del mismo sistema financiero.

Los factores que atan a cada uno de los segmentos del mercado financiero son las mismas operaciones de crédito, la especulación el arbitraje y la eficiencia del mercado en su conjunto. Resulta común el hecho de que particulares e incluso empresas, recurran a buscar fuentes de financiamiento más baratas, incluyendo un financiamiento para un proyecto de largo plazo, o simplemente recurrir al mercado de dinero por el motivo de que la tasa de interés de corto plazo le resulte más atractiva a los usuarios de servicios financieros.

Las decisiones financieras de solicitar recursos a algún mercado financiero o prestarlos, son decisiones de carácter intertemporal. Lo primeramente mencionado implica utilizar recursos futuros del gasto corriente, mientras que el segundo es lo

inverso, lo que implica posponer la utilización de recursos de los que en el momento se disponen.

La teoría económica presenta dos visiones con respecto a la efectividad del sistema financiero. Por un lado el de ser un sector eficiente²² y por el otro que debe de ser funcional²³.

Ambos aspectos implican otorgar suficiente financiamiento, independientemente del volumen de los recursos reales; propiciar el mecanismo para asegurar que los flujos monetarios se utilicen en el financiamiento de la inversión productiva y captar el ahorro generado por la misma inversión con la finalidad de convertir deudas de corto plazo, en deudas de largo plazo, y finalmente la posibilidad de eliminar las deudas mediante la generación de utilidades producidas por la inversión en su ciclo productivo. Bajo este lineamiento, el proceso de financiamiento de corto plazo, será basado en la intermediación financiera, así como en la creación de recursos monetarios, dicho en otras palabras, el otorgamiento de crédito.

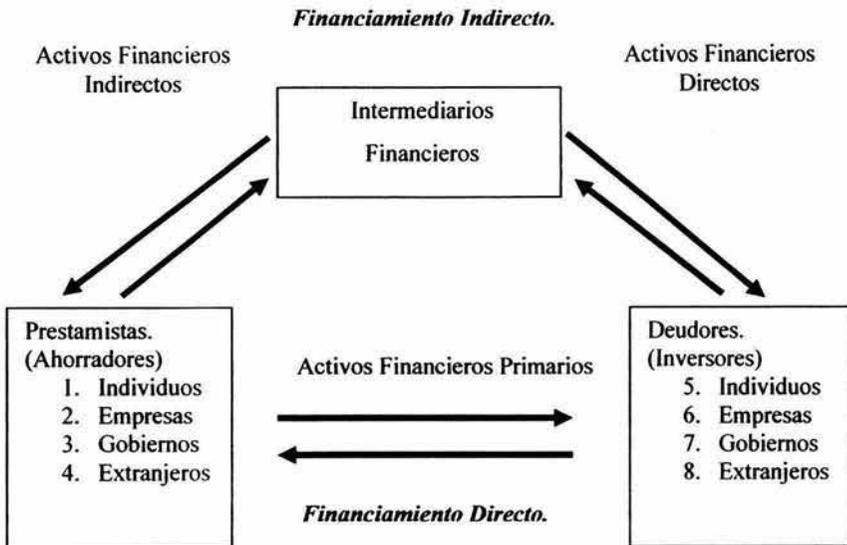
En el esquema siguiente se presenta la forma mediante la cual los demandantes y oferentes de recursos se encuentran en los mercados financieros y llevan a cabo las transacciones de recursos.

Esquemmatizando lo anterior mencionado encontramos el siguiente cuadro.

²² El sistema financiero eficiente, se sustenta en la hipótesis de mercados de capital perfecto. Se sostiene que la función principal del sistema es la intermediación y su característica principal es la eficiencia. Con base en la mencionada hipótesis, se supone la existencia de una tasa de interés en equilibrio que recolecta la mayor cantidad posible de recursos, al tiempo que los distribuye entre los proyectos más redituables. Levy, Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001. Pág. 116.

²³ La funcionalidad del sistema financiero se mide a través de la creación del financiamiento para la inversión y recolección del ahorro, que produce dicha actividad, es decir, mediante el crecimiento económico y la ausencia de crisis financieras. Ibidem.

Cuadro 1. Transacciones de mercados financieros



Fuente: Ramírez Solano Ernesto. Moneda, Banca y mercado Financieros. Pág. 40

En el cuadro anterior indica que los fondos fluyen de los ahorradores prestamistas a los deudores inversores por dos rutas. Por el lado del financiamiento directo los deudores obtienen fondos directamente de los prestamistas en los mercados financieros que se da mediante la compra - venta de valores, que son derechos sobre futuros ingresos. Los valores son activos para las personas que los compran y obligaciones para la parte que los vende o los emite.

La parte del financiamiento indirecto indica la presencia de un intermediario financiero, cuya participación es precisamente la de ser intermediario entre los ahorradores u oferentes de recursos y los demandantes de los mismos. Los intermediarios financieros son los bancos, casas de bolsa, sociedades de inversión entre otras instituciones financieras que se dan a la tarea de captar los recursos y canalizarlos hacia donde sean requeridos.

De esta manera se ha presentado en su totalidad la estructura, medios y recursos con los que se da el funcionamiento del mercado de valores mexicano.

El Mercado de Capitales
Mexicano y los Mercados
Financieros Internacionales

4.1 El mercado de capitales

El mercado de capitales tiene un funcionamiento específico mediante el cual, busca operar de la manera más eficiente posible. El mercado de capitales en general, esta acompañado de un alto riesgo, y sin lugar a dudas, es el mercado en el cual el riesgo cobra gran importancia, ya que mediante la forma en la cual se tenga el grado de riesgo aceptable por parte de los inversionistas, es que lograra obtener un mayor o menor rendimiento en las operaciones que se realizan en él. En este sentido radica la funcionalidad del mercado de capitales y la razón mediante la cual, opera en el mercado internacional, ya que con la diversificación de las inversiones realizadas, se logra maximizar el rendimiento y minimizar el riesgo para operar. Por lo tanto el mercado de capitales realiza su funcionamiento de la siguiente manera:

El mercado de capitales reúne a aquellos que quieren invertir dinero, y, a aquellos que los solicitan los recursos. Entre el grupo de inversionistas se pueden encontrar las figuras de los corporativos con excedentes de efectivo, individuos o personas físicas, instituciones financieras no bancarias, entre las que se destacan los fondos de pensión y las compañías de seguros. Entre el grupo de prestatarios, o los demandantes de recursos se pueden encontrar corporaciones, individuos, compañías y gobiernos. Entre estos dos grupos, que en resumidas cuentas son, oferentes y demandantes de recursos, son quienes conforman el mercado¹. Los hacedores del mercado son compañías de servicios financieros que vinculan a los inversionistas con los prestatarios ya sea de manera directa o indirecta, mediante los bancos comerciales o bancos de inversión. Se realiza de la siguiente manera:

¹ Charles W. Hill. Negocios internacionales. Ed Mc Graw Hill 1999

Cuadro 1. Integrantes de los mercados financieros.

Inversionistas. Compañías. Individuos. Instituciones.	Hacedores del Mdo. Banqueros comerciales Banqueros de inversión.	Prestatarios. Individuos. Compañías Gobierno.
--	--	--

Charles W. Hill. *Negocios internacionales*. Ed Mc Graw Hill 1999

En este aspecto será necesario conocer cuales son las funciones que desempeñan estas instituciones en el mercado de capitales, por lo cual, lo expondré a continuación.

Los bancos comerciales desempeñan una función indirecta mediante la recaudación de dinero como consecuencia de los depósitos en efectivo de corporaciones e individuos a quienes pagan una tasa de interés. Cuando ellos han recaudado los fondos otorgan el dinero a prestatarios a una mayor tasa de interés, y obtiene una ganancia partir de la diferencia de la tasa de interés que pagan por depositar en la institución y la que cobran por prestar el efectivo. Comúnmente se le conoce como un puente de tipo de interés. Por otra parte, los bancos de inversión desempeñan una función directa dentro del mercado, ya que es aquí en donde se reúnen los oferentes y demandantes de recursos y se cobra una comisión por hacerlo.

Como ejemplo de esto, consideramos a Merrill Lynch, que puede actuar como un corredor de bolsa para un individuo que quiere invertir cierta cantidad de dinero. El personal de la institución aconsejara al individuo sobre las compras mas atractivas y adquirirá acciones a su nombre, cobrando una comisión por el servicio.

Los préstamos que se realizan en el mercado de capitales a las corporaciones se hacen mediante dos formas; préstamos contra capital o préstamos contra pasivos.

Un préstamo contra capital se lleva a cabo cuando una corporación vende acciones a los inversionistas. El dinero que la corporación recibe a cambio de las acciones puede utilizarse para comprar plantas y equipo, y es en este sentido que se llaman préstamos o método de financiamiento de capital, para hacer inversiones en bienes de capital que generalmente son de largo plazo.

La acción proporciona a su tenedor cierto derecho a las utilidades de la empresa. La corporación acredita este derecho al pagar dividendos a los accionistas. La cantidad de dividendos no se fija anticipadamente, sino que son determinados en

base a la cantidad de utilidades que la corporación este generando y dependiendo del tipo de acciones que tenga en su poder. Los inversionistas compran acciones tanto por su rendimiento de dividendos como por la posible ganancia en el precio de las acciones. Los precios de las acciones se incrementan cuando una corporación proyecta tener mayores ganancias en el futuro, lo que hace crecer que la probabilidad del pago futuro de dividendos sea mayor.²

Un préstamo contra pasivos requiere que la corporación reembolse una porción predeterminada de la cantidad del préstamo solicitado (la suma del principal mas el interés establecido) a intervalos regulares, sin importar la cantidad de utilidades que se estén generando. La administración no tiene la libertad de decidir sobre la cantidad que pagara a los inversionistas. Los préstamos contra pasivos incluyen préstamos en efectivo por parte de los bancos, así como los fondos reunidos a partir de la venta de bonos corporativos a los inversionistas. Cuando un inversionista compra un bono corporativo adquiere el derecho a recibir un flujo de ingreso fijo de la corporación durante un número determinado de años, y hasta la fecha de vencimiento del bono.³

Se tiene la necesidad de la existencia de un mercado de capitales porque tiene un doble beneficio, por una parte a los prestatarios y por otra parte a los inversionistas. A los prestatarios los beneficia en el sentido de que incrementa la oferta de fondos disponibles para el préstamo y reducir el costo del capital. A los inversionistas los beneficia al otorgar un rango más amplio de oportunidades de inversión, lo que permite la elaboración de carteras internacionales que diversifican sus riesgos.

4.1.1 La perspectiva del prestatario: Un menor costo del capital.

Existe la diferencia de los beneficios que se pueden obtener entre un mercado netamente nacional y un mercado global de capitales.

En un mercado nacional exclusivo, solo los residentes forman parte del grupo de inversionistas estableciéndose un límite máximo sobre la oferta de fondos

² Charles W. Hill. Negocios internacionales. Ed Mc Graw Hill 1999

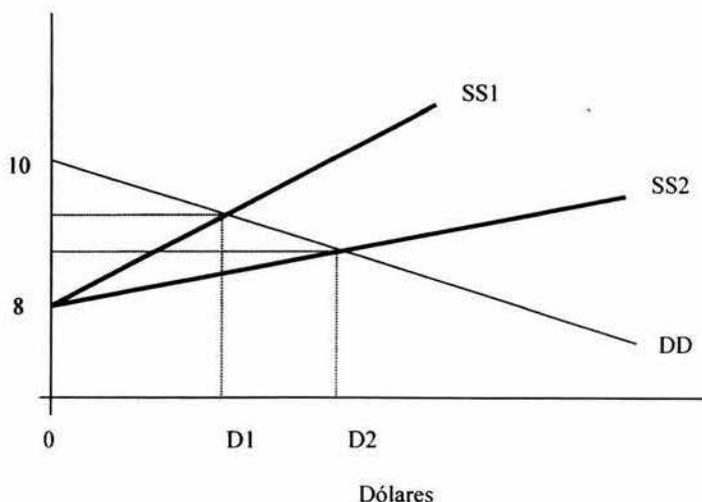
³ Ibidem.

disponibles para los prestatarios, lo cual se traduce en que la liquidez del mercado es limitada. El primer inconveniente de la liquidez limitada es que el costo del capital es mayor. El costo del capital es el rendimiento que los prestatarios deberán pagar a los inversionistas, es decir, es la tasa de interés sobre los préstamos contra pasivos, por una parte, y el dividendo del rendimiento y ganancias de capital esperadas sobre los préstamos contra capital por otra.⁴

Un ejemplo de lo antes mencionado se explica en la siguiente gráfica donde el eje vertical es el costo del capital y el eje horizontal, la cantidad de dinero disponible a variables tasas de interés.

- ❖ DD curva de demanda de la empresa en relación con los préstamos.
- ❖ SS1 curva de oferta de fondos disponibles en un mercado nacional.
- ❖ SS2 representa la curva de oferta de fondos disponibles en un mercado global de capitales

Gráfica 1. Costo del capital



Fuente: Charles W. Hill. *Negocios Internacionales*. Ed. Mc Graw Hill. 1999

La empresa puede pedir prestado fondos en mayor cantidad y menor precio en el mercado global de capitales. Los problemas relativos de liquidez no son

⁴ Ibidem

exclusivos de naciones menos desarrolladas, solo de manera natural tienden a poseer menos mercados nacionales de capitales⁵.

4.1.2 La perspectiva del inversionista: Diversificación de carteras.

Al utilizar el mercado global los inversionistas tienen un rango mayor de oportunidades de inversión. La consecuencia significativa de la elección es que los inversionistas pueden diversificar sus carteras de manera internacional, y reducir los riesgos. En la medida en que incrementa el número de acciones de su cartera, el riesgo declina. En un principio esta disminución del riesgo es rápida, sin embargo, muy pronto la velocidad de declive pierde fuerza y, de manera asintótica se acerca al riesgo sistémico.⁶ Por otra parte, el riesgo sistémico – que se refiere a los movimientos en el valor de la cartera⁷– es el nivel de riesgo no diversificable en una economía.

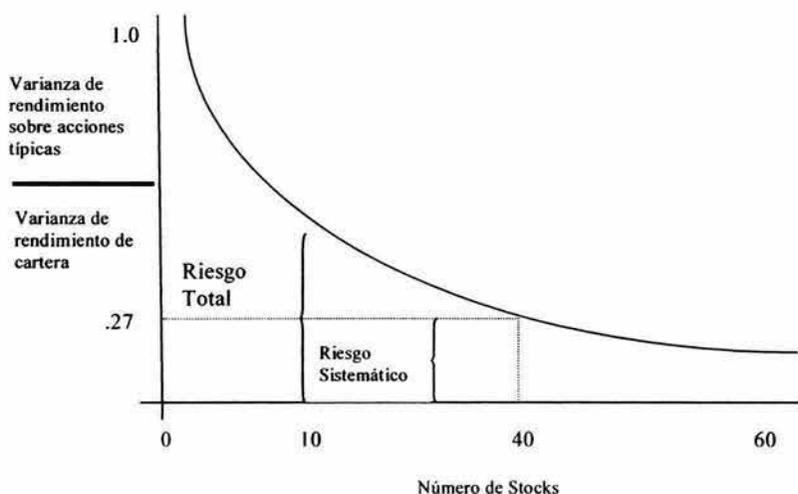
En la siguiente gráfica se ejemplifica la relación donde se sugiere una cartera diversificada con un nivel de riesgo del 27% en comparación con una individual.

⁵ Ibidem

⁶ Por riesgo sistémico se entiende como el riesgo asociado a una nación en función de sus características económicas, de seguridad y de bienestar nacional en general. El nivel de riesgo depende de la posibilidad de que la nación se encuentre en estado de alerta, ante cambios ocurridos en la misma.

⁷ Charles W. Hill Negocios internacionales. Ed Mc Graw Hill 1999

Gráfica 2. Diversificación de una cartera.

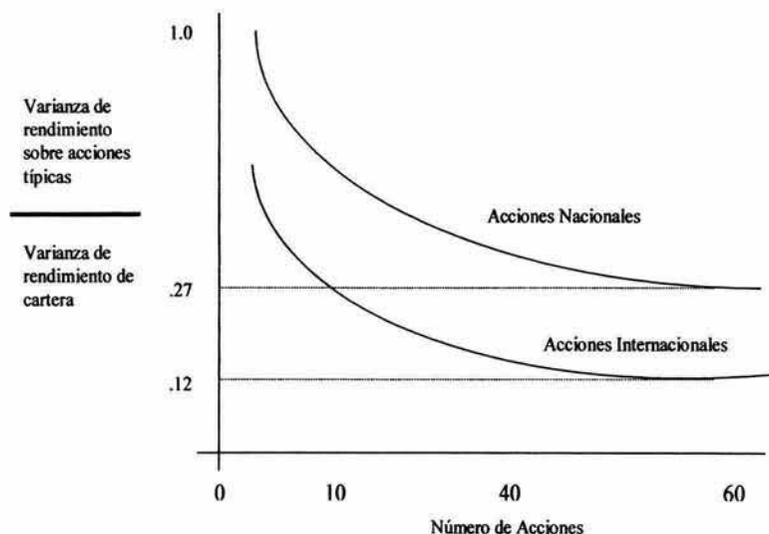


Fuente: Charles W. Hill. *Negocios Internacionales*. Ed. Mc Graw Hill.

Al diversificar una cartera, el riesgo se reduce porque los movimientos en los precios del mercado de valores, de un país a otro no tienen una perfecta correlación. Cuando existe una baja correlación entre el mercado de valores en diferentes países se reflejan dos factores, en primer lugar, los países ejecutan diferentes políticas macroeconómicas y se enfrentan a diferentes condiciones, por lo que sus mercados de valores responden a fuerzas diversas y pueden moverse en diferentes formas. En segundo lugar, los diferentes mercados de valores todavía y en cierta medida se encuentran separados entre sí por controles de capital, es decir, por restricciones en los flujos de capital a través de las fronteras. Las restricciones incluyen límites sobre el monto del capital de una firma que en el extranjero puede poseer y límites sobre la capacidad de los ciudadanos a invertir su dinero fuera del país. Tales barreras limitan la capacidad de los flujos de capital a navegar libremente por el mundo, en busca del mayor rendimiento ajustado al riesgo. Como consecuencia de esto, puede haber mucho dinero invertido en algún mercado y muy poco en otros. Esto tiende a producir diferencias en las tasas de rendimiento en los distintos mercados de valores. La implicación consiste en que, mediante la diversificación de una cartera para

incluir títulos extranjeros, un inversionista puede reducir el nivel del riesgo por debajo del que caracteriza a la tenencia exclusiva de títulos nacionales.

Gráfica 3. Diversificación internacional y el riesgo



Fuente: Charles W. Hill. *Negocios Internacionales*. Ed. Mc Graw Hill.

De acuerdo a la figura mostrada con anterioridad, una cartera ampliamente diversificada que contiene valores de diferentes países corre un riesgo de menos de la mitad que el propio de una cartera diversificada en títulos de una nación. Los efectos de reducción de riesgo mediante la diversificación internacional de carteras serían mayores si no fueran por los tipos de cambio volátiles asociados con el régimen de tipos de cambio volátiles actualmente vigentes. Las tasas flotantes introducen un elemento adicional de riesgo a la inversión. Las alteraciones adversas en los tipos de cambio pueden transformar las inversiones productivas en improductivas. La incertidumbre inherente, actúa como un freno al crecimiento del mercado internacional de capitales.⁸

⁸ Ibidem

4.2 El IPC: Índice de precios y cotizaciones.

Dada la participación del mercado de capitales en la economía nacional es imprescindible la existencia de un indicador que permita mostrar cada uno de esos comportamientos para la posibilidad de realizar análisis bursátil y económico. En México se cuenta con el IPC, *Índice de precios y cotizaciones*, el cual es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores, que expresa el rendimiento del mercado accionario, en función de las variaciones en los precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa de acciones cotizadas en bolsa.⁹

El indicador, aplicado en su actual estructura desde 1978, expresa en forma fidedigna la situación del mercado bursátil y su dinamismo operativo.

Las acciones industriales, comerciales y de servicios, han sido los instrumentos tradicionales del mercado bursátil y, desde su origen tienen como característica la movilidad de precios y la variabilidad de rendimientos. Las fluctuaciones en la cotización de cada título responden a la libre concentración entre la oferta y la demanda en el sistema operativo BMV-Sentra Capitales, relacionada con el desarrollo de las empresas emisoras y sus resultados, así como, con las condiciones generales de la economía.

La tendencia general de las variaciones de precios de todas las emisoras y series cotizadas en Bolsa, generadas por las operaciones de compraventa en cada sesión de remates, se refleja automáticamente en el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) de la Bolsa Mexicana de Valores. El IPC tiene como principal objetivo, constituirse como un indicador altamente representativo y confiable del Mercado Accionario Mexicano.

Para la conformación del indicador, se ha realizado mediante una muestra en la que se integran acciones de los sectores tradicionales del mercado como los son: industria, comercio y el sector servicios. El IPC refleja las fluctuaciones del mercado accionario dado que en su conformación se encuentran las emisoras más

⁹ Definición tomada de la página electrónica de la BMV.
http://www.bmv.com.mx/BMV/HTML/sec2_metcaluloipc1.html

representativas de cada sector y que son determinadas de acuerdo a su bursatilidad,¹⁰ además de que contempla la dinámica del valor de capitalización¹¹ de las emisoras que integran el indicador. En la actualidad el indicador esta integrado por 35 series accionarias. La revisión de la muestra radica en criterios establecidos de acuerdo al número de empresas que reúnan todos los criterios establecidos como: características del mercado mexicano, la amplitud suficiente para no catalogarse como un índice limitado, y se realiza anualmente. Este elemento permite ver la evolución del mercado accionario, por lo cual será un indicador de considerable importancia en la realización del presente trabajo.

4.3 México inmerso en la era global.

En la parte introductoria se han mencionado los puntos clave para el desarrollo de este trabajo y en el segundo capítulo se ha puesto de manifiesto la participación de México en la economía mundial, y por ende en la “globalización financiera.”

Retomando un poco de lo ya mencionado, se puede decir que la “Globalización Financiera” es la etapa vigente del capitalismo mundial, que ha sido aplicado principalmente por los países desarrollados con el supuesto afán de lograr un crecimiento económico y la erradicación de la pobreza, pero cuyo modelo globalizador no ha sido concebido como un modelo de desarrollo económico, sino como un marco regulatorio de las relaciones económicas internacionales, que se ha convertido en un método de expansión capitalista, tanto en los aspectos geográficos físicos como humanos.¹²

El proceso globalizador abarca principalmente tres esferas económicas perfectamente delimitadas: la productiva, el comercio internacional y el capital financiero, en el cual se ha demostrado mayor énfasis. El proceso tiene como característica principal la apertura de nuevos mercados al comercio internacional, y a los promotores que son las empresas transnacionales, la libre movilidad de capitales

¹⁰ Parámetro que indica la facilidad con que puede venderse o comprarse un título. Disponibilidad inmediata de un título.

¹¹ Es el valor que en el momento esta dispuesto a ofrecerse en el mercado ya que esta en función de los precios de las acciones.

¹² Canals Jordi. “La nueva economía global” Ediciones Deusto. España 1993. Pág. 9

de tipo financiero, y la consolidación del capitalismo a nivel internacional, lo cual provoca que la globalización tienda a homogeneizar los hábitos y costumbres de las personas, sociedades y naciones. En este proceso se permite que los productos y los capitales no tengan fronteras, ni nacionalidades, impulsados por nuevas técnicas en comunicación e informática; y en conjunto con las nuevas tecnologías que forman parte de la necesidad de la negociación de excedentes de producción entre países.

La importancia en el nuevo sistema financiero es que implica un complejo proceso formado por sujetos e instrumentos de diversa naturaleza tanto por su origen como por su operación; tuvo un desarrollo contradictorio, en el sentido de que por un lado abarato el crédito, pero por otro, produjo elementos de inestabilidad como la mayor dispersión, volatilidad y especulación de capital. La globalización de los mercados financieros provocó una extraordinaria transnacionalización de la propiedad de los títulos de crédito. Como resultado de este proceso la inversión en cartera se situó como forma más dinámica del capital a escala internacional. Mientras en 1981 de los flujos anuales de inversión privada, el 19% correspondía a inversión de cartera; en 1993 alcanzó el 53%¹³ - y por ende en el capital financiero se da en el sentido que el valor de las transacciones de capital financiero, son mayores al valor de la producción de bienes en el mundo. Bajo el mismo lineamiento, y en conjunto con el comercio se obtiene como consecuencia una pérdida de poder y presencia por parte de los gobiernos nacionales, en donde, los responsables de cada país han visto mermadas sus facultades para decidir en cuantos a las políticas económicas que deben de tomar para llevar por el rumbo adecuado de la economía, provocando que éstos tengan que alinearse según las necesidades y disposiciones del mercado global.

La globalización marca la tendencia hacia la integración de los distintos mercados existentes en el único mercado global, que incluye los mercados internacionales, con la característica fundamental de ser extraterritoriales, indicando su independencia y que no están sujetos a la regulación de ningún país.

Los mercados de capitales son el mejor ejemplo de la globalización, ya que mediante ellos es que existe una interconexión entre los mismos de manera mundial, al grado que no existen restricciones para su libre movilidad entre una nación y otra,

¹³Morera Carlos, "Los flujos de capital y la transnacionalización de los grupos mexicanos" Comercio exterior. México. Vol. 49. num. 2. Febrero 1999.

y que las transacciones millonarias de capitales pueden llevarse a cabo en cuestión de minutos.

En la incorporación de México en la globalización, presenta un fuerte debilitamiento de las estructuras económicas, presionadas por la aplicación de las políticas plasmadas en el consenso de Washington¹⁴, programa que propone una estrategia de estabilización macroeconómica y encaminada a mantener control sobre la inflación y el déficit público, y una serie de políticas orientadas al cambio estructural que se basan en la desregulación financiera, la privatización y la apertura comercial, en el cual se recomienda la reducción del estado y dejar que la economía se oriente por las fuerzas del mercado¹⁵

4.3.1 El mercado de Capitales en la economía

El mercado participa dentro de la economía nacional, como una fuente que brinda financiamiento a las entidades económicas que se desenvolverán de manera más eficiente y generarán desarrollo en importantes variables económicas como el empleo y la producción. Sin embargo, el sistema en el cual se desarrolla, es dominado por las fuerzas con mayor poder económico, como los bancos y las empresas transnacionales, que ocupan sus recursos para obtener beneficios mediante la operación vía Bolsa de valores, en detrimento de las actividades productivas, situaciones que han ocasionado severas crisis financieras en las economías nacionales.

Esta situación ha provocado crisis financieras, – como la asiática y el efecto tequila – por la libre movilidad de capitales que se desarrolla constantemente en el mundo, se hace necesario saber de que manera se incorpora el mercado en las economías.

En primera instancia y de la cual se parte, es con la movilidad de capital internacional el cual se sustenta desde sus principios en la macroversión de la hipótesis del mercado eficiente, lógica bajo la cual se crea el corolario de que la

¹⁴ Guillén Romo Héctor. “La contrarrevolución neoliberal” Ediciones Era. México 1997, y Villarreal Rene. “Hacia una economía de mercado” Ediciones Castillo. México 1998.

¹⁵ En este aspecto se da un proyecto de reformas: como la desreglamentación y liberalización del comercio, la privatización de empresas públicas, la desregulación del sistema financiero

especulación financiera es una fuerza estabilizadora. Con sustento en lo anterior, los hacedores del mercado transaccionan sobre la base de la información variable acerca de los movimientos de esos factores sensibles de influir sobre los rendimientos futuros y elaboran precios de equilibrio que significan las principales guías para los inversionistas en nuevos activos.¹⁶ Estas características en los mercados de capital hacen una fuerte referencia a una baja volatilidad, y atribuyen las fluctuaciones ocurridas en los mercados a conmociones exógenas¹⁷ al mercado, que como consecuencia obligan a los operadores a evaluar sus precios de equilibrio creándose inestabilidades.

Esta postura es clave para los defensores de la liberalización de los mercados de capitales para justificar los derrumbes financieros y las burbujas especulativas.

Sin embargo, al respecto existen tres críticas principales centradas en los errores que contiene las hipótesis, que según el Profesor David Felix¹⁸ en la práctica e independientemente de las conmociones exógenas, los operadores se desenvuelven estratégicamente en los mercados de activos financieros, mismos que tienen inherente incertidumbre sistémica acerca de los acontecimientos futuros que configurarían el verdadero valor de los activos actuales, propensos a generar burbujas especulativas y cracs. La inestabilidad del precio de los activos es endógena al proceso de mercado.

El profesor hace su análisis de acuerdo a lo siguiente:¹⁹

La primera, esta enfocada a la información asimétrica, donde, los agentes con afán de lucro pueden obtener individualmente una ventaja estratégica reteniendo información valiosa o difundiendo información falsa. Por lo tanto, los prestamistas y prestatarios, así como compradores y vendedores en los mercados de capital no tendrán acceso a la misma información, lo que atenta contra una de las condiciones para la convergencia de expectativas.

¹⁶ Ver Capítulo 1

¹⁷ Las conmociones exógenas, de acuerdo con el mismo artículo, se clasifican en dos grupos: "Manchas solares" y "Sorpresas normativas". Las manchas solares son acontecimientos no políticos e inevitables, por ejemplo los desastres naturales. Las sorpresas normativas son cambios de la política gubernativa o restricciones al intercambio que pillan desprevenidos a los operadores.

¹⁸ Profesor emérito de Economía de la Universidad de Washington, St Louis.

¹⁹ Félix David. La Globalización del Capital Financiero. En Revista de la CEPAL. No. S/N 376 Págs. Octubre 1998. Director. Oscar Altmir

Otra crítica se hace en relación a los operadores técnicos, que se centran en interpretar las modalidades de comercio y no de los fundamentales. Los operadores técnicos analizan datos sobre el precio de los activos, el volumen transado y la composición del intercambio a fin de descubrir los patrones, que según ellos, indican cuando es inminente que se produzcan puntos de inflexión significativos. Sus estrategias de seguir tendencias, tienden a acentuar la volatilidad del mercado, pero contrariando la hipótesis del mercado eficiente, la estabilización de la especulación por los corredores en fundamentales no ha conseguido desterrar tales estrategias, lo que sugiere que tienden a ser persistentemente lucrativas, de hecho en modelos teóricos recientes de los mercados de valores, los operadores técnicos destierran la transacción racional, aumentando la volatilidad a un nivel tal, que los operadores racionales se ven obligados a volverse cronometradores del mercado, adoptando estrategias seguidoras de tendencias y contribuyendo a la volatilidad del mercado, o bien, marginándose a la espera de que irrumpa el efecto de los fundamentales.

La crítica teórica más penetrante, es que la incertidumbre inherente acerca de los rendimientos futuros de los activos de capital hace que sea lógicamente incompatible la racionalidad de la hipótesis del mercado eficiente con el comportamiento maximizador de la riqueza en los mercados financieros. Verificando la hipótesis, se supone que los individuos tienen acceso a la misma información y son racionales, en el sentido de que formulan expectativas sobre hipótesis verificables, y autocorrigen sus estrategias comerciales en función de los resultados. Pero la información acerca del futuro es limitada, evalúan los datos disponibles en forma heterogénea y formulan hipótesis divergentes. La reevaluación de sus propias hipótesis se basará, además, no solo en la información adicional que suministran los precios de los activos después de la transacción, sino también en el conocimiento de que otros agentes estarán reevaluando sus planteamientos sobre las reevaluaciones de otros corredores. De este modo, los agentes racionales formulan todo el tiempo, teorías acerca de cómo reaccionará el mercado a las nuevas informaciones en materia de fundamentales y expectativas. Según la conocida frase de Keynes, preverán lo que la opinión del promedio espera que sea la opinión del promedio.²⁰

²⁰ Citado en: Félix David. La Globalización del Capital Financiero. En Revista de la CEPAL. No. S/N 376 Págs. Octubre 1998. Director. Oscar Altimir

Por los tanto, en la operación del mercado bajo la hipótesis del mercado eficiente los individuos que prevén mal la dirección del equilibrio, o bien aprenden por experiencia a corregir su estrategia operacional, o bien agotan sus recursos y desaparecen del mercado.

De esta manera se lleva a cabo la operación del mercado en la economía, a la cual se inserta cuando los recursos son integrados a ella por la empresas en forma de proyectos de inversión, en el mejor de los casos que puedan ser utilizados los recursos con fines productivos, pero en caso contrario, se inserta con la propagación de volatilidad y difusión del riesgo.

La razón por la cual se elige esta forma de financiamiento de largo plazo en el mercado de capitales – y por ende su inserción en la economía – es por ser mas barata que la emisión de deuda bancaria. Al proveerse la empresa de recursos de la emisión de acciones, los cuales son títulos sobre rendimientos futuros, ambos agentes comparten el fracaso o éxito debido a que los mercados de capital se ajustan mas rápido que los mercados reales, lo cual induce a que las ganancias y las pérdidas sean compartidas por el conjunto de los agentes por el carácter negociable de los instrumentos de largo plazo.²¹

Sin embargo, este tipo de financiamiento envuelve mas incertidumbre como consecuencia de que en el mercado secundario, se otorga la continuidad en la compra y venta de las acciones, de lo cual se obtienen ganancias de capital, generadas entre las diferencias en los precios en dichos instrumentos, por lo que se obtienen ganancias para algunos y pérdidas para otros.²²

Aunado a esto, los sistemas financieros liberalizados en las economías, aportan la difusión del riesgo y liquidez, que en momentos críticos, la liquidez se esfuma con rapidez si se presentan quebrantos en el mercado, generando una crisis sistémica, que afecta principalmente a los participantes mas vulnerables que son las economías emergentes, que tienen como característica el contar con sistemas financieros flojos y no se han podido adecuar a los gigantescos movimientos de capital.

²¹ Levy, Noemí. “Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994” Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001. Pág. 117

²² *Ibidem*.

“Hay un agudo conflicto entre las finanzas mundiales y los pequeños mercados emergentes, causado por la cantidad de dinero que se mueve casi sin previo aviso, impelida por el afán de alta rentabilidad, en volúmenes que abruman a estas economías. No se trata de grandes transatlánticos como los EU que pueden flotar en esas aguas, se trata de canoas del pacifico sur que pueden darse vuelta de campana”²³

Mediante esta forma se da la integración del mercado en las economías, cuya primera intención es la de fomentar el desarrollo mediante la asignación eficiente de recursos a las entidades económicas nacionales, pero las alteraciones se presentan dado que el ser humano como ser pensante tiene la gran capacidad de intentar comprender la realidad – misma que difiere una de otra entre individuos – y mediante esta comprensión intentar cambiar el rumbo del mercado, que esta basado en diferentes expectativas, pues no existe una realidad perfecta para todos los participantes del mercado. Al respecto, cabe destacar el hecho de aceptaciones de generalidades, en la mayoría de las ocasiones inciertas, que vuelven el entendimiento del mundo demasiado complejo, por las siguientes razones: El uso de generalizaciones, comparaciones, dicotomías y demás construcciones mentales nos sirven para tratar de poner cierto orden en un universo por naturaleza confuso, por lo que toda construcción mental distorsiona hasta cierto punto lo que representa, pero del mismo modo, añade algo al mundo que necesitamos comprender, teniendo como resultado que, entre mas se piensa mas se tiene que pensar en ello.²⁴ Esto se da así porque la realidad no esta dada, y en la intención de la comprensión de la misma, la realidad es una, pero las percepciones distintas, lo que lleva al mercado a una severa distorsión entre los factores endógenos y participantes, conduciendo a que el mercado se vuelva incierto, influenciado por miles de expectativas distintas. Principalmente en el mercado de capitales, en el cual, ninguna inversión tiene la característica de ofrecer indefinidamente altos rendimientos, independientemente del posicionamiento de mercado que goce la compañía ni de los márgenes de beneficio excepcionales, pues los títulos accionarios pertenecientes a la empresa pueden estar sobrevalorados, y el entorno puede cambiar, repercutiendo en el mercado

²³ Citado por Paul Volcker, ex presidente de la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos ante el congreso de EU.

²⁴ Soros George, La crisis del capitalismo global. Edit. Plaza Janés. México 1999. Pág. 48

directamente, con mayor efecto si los títulos son determinantes del mercado, situación a la que el mercado mexicano no es ajeno, pues con un mercado reducido – como posteriormente se analizara – las variaciones pueden desestabilizar todo el entorno, si las fluctuaciones son severas en acciones como Telmex o algún grupo Financiero.

La inestabilidad de los mercados son prueba de este comportamiento humano, esta basado según lo planteado por Smith, con ambición y el egoísmo.

4.3.2 Evolución del mercado de capitales mexicano. La concentración del mercado

Mediante los mercados de capitales y la interconexión mundial en los que se encuentran, fue necesaria la modernización del mercado mexicano para poder participar en la economía mundial.

El mercado de capitales es una “herramienta” básica para el desarrollo económico de una sociedad, ya que mediante las operaciones que mediante este se realizan, se hace la transición del ahorro a la inversión. De esta manera se generan una serie de consecuencias que juegan un papel muy importante en el desarrollo de la economía de un país y por tanto en el desarrollo del mismo. La funcionalidad preferente del mercado es por medio de una mayor propensión al ahorro, debido a que se genera una mayor inversión, y se producen excedentes de capital para los ahorradores, los cuales buscan invertirlos y generar mayor riqueza. Esta inversión da origen a nuevas industrias generadoras de ingresos, las cuales sirven como cimientos sólidos para buscar una mayor expansión económica y de esta manera aumentar el ingreso neto, así mismo el producto nacional neto y el producto interno bruto; al ascender estos índices, se propicia el crecimiento de la economía y la reducción de otros indicadores macroeconómicos como la tasa de desempleo y la inflación. De igual manera una creciente inversión, ya sea privada o del estado, hace posible la creación de mayor infraestructura, mejorando las condiciones sociales, en aspectos tan vitales como centros educativos, vías de comunicación, telecomunicaciones, servicios públicos, etc.

Sin embargo, la realidad esta muy alejada de la idea antes expuesta debido a que las operaciones que se realizan, es con dinero que no existe fuera de este mercado, es decir, dinero que no se ve la aplicación directamente en un entorno productivo, solo se realizan transacciones electrónicas en cuestión de minutos, y abandonan las arcas de la nación hacia un mercado en el cual obtenga rendimiento y así sucesivamente. Se puede hacer la comparación de funcionamiento con el de la industria o el comercio, ya que los agentes de cambio y bolsa permiten a algunos clientes que operen continuamente y les facturen las operaciones al final de un periodo determinado (un mes, una semana, un día). A cada factura tan solo se liquida el diferencial entre las compras y ventas del periodo, más los gastos de la operativa. Esto permite grandes volúmenes de transacciones y por tanto, a pesar de que representan un riesgo, no solo son aceptadas sino buscadas por las empresas de cambio y bolsa y otros intermediarios financieros, porque reportan grandes comisiones.

La falta de recursos por parte de las unidades económicas, llevan a que estas busquen diferentes líneas de crédito mejores y costos mínimos en la obtención de financiamiento para cubrir con sus necesidades. En los mercados financieros se cumple con esta función, pero exclusivamente dentro de lo que se ha especificado para cada uno de ellos, ya que cada uno de los mismos proporciona diferentes condiciones como son el plazo, el monto, especificación de las necesidades, entre otras.²⁵

México había experimentado grandes mejoras en cuanto a crecimiento económico durante el sexenio de Carlos Salinas, como respuesta la política económica implementada durante su mandato, e incluso el reconocimiento internacional por su gran éxito en la aplicación de reformas económicas y estabilización macroeconómica.²⁶ La estrategia que siguió el gobierno mexicano hizo énfasis en ajuste económico y las reformas que fortalecieron la consolidación fiscal y los cambios estructurales iniciados después de la crisis de deuda de 82, y que además, ahora contaba con el apoyo del FMI, que pretendía restablecer la estabilidad macroeconómica, reducir el papel del sector público en la economía y crear las

²⁵ Ortiz Soto, Oscar Luis El dinero. Edit. Facultad de Economía

²⁶ Griffith Jones Stephany. "La crisis del peso mexicano" Revista de la CEPAL #60. 1996. Ed. Naciones Unidas. Pág. 155

condiciones suficientes para establecer un crecimiento con base en el sector privado. Sin embargo, las condiciones propiciaron un déficit en cuenta corriente cada vez mas extenso, que a su vez era financiado con entradas de capital de corto plazo, el compromiso de las autoridades por mantener un tipo de cambio relativamente fijo, y sobrevaluado como consecuencia del compromiso de reducir la inflación, la aplicación de la política monetaria relajada, que provocaba que las reservas se redujeran significativamente, pero que además se incluye la proporción muy elevada de títulos de deuda del gobierno a corto plazo – que como ya se había permitido que los extranjeros pudieran adquirirlas – estaba en manos de extranjeros y el mal manejo de la devaluación llevo a los errores de diciembre que culminaron con la crisis financiera mexicana, que hasta fechas recientes se tienen severos rezagos al grado de que se tiene un crecimiento débil tanto en el aspecto económico, como en la generación de empleos, disminuciones muy acentuadas del salario real, que ha debilitado a la mayor parte de la población de clase media, creándose además una economía de microempresas, en el mejor de los casos, porque se tiene mayor auge la economía de supervivencia y el autoempleo.

No obstante, ha crecido con rapidez una limitada cantidad de empresas de gran tamaño, que están orientadas a las exportaciones y que muchas de ellas se encuentran en situaciones especiales al poder obtener financiamiento por parte de la Bolsa Mexicana de Valores, o directamente del exterior, pero esto, genera una brecha gigante en el sentido de comparación, entre un modelo de economía de supervivencia y las economías desarrolladas, por lo que se hace necesario mencionar que no han dejado de existir las pequeñas y medianas empresas que tienen la necesidad de obtener financiamientos para poder lograr niveles de competitividad y eficacia en el mercado. Además, como consecuencia de los altos niveles de los costos por deuda se ven en la necesidad de permanecer estancadas, que muchas de las ocasiones se han declarado en suspensión de pagos, mientras que otras han quebrado. Estas condiciones indican que estas empresas cuentan con recursos financieros limitados, y carecen de créditos bancarios o que no cuentan con calificación o requerimientos mínimos para cotizar u obtener fondos mediante la bolsa o por parte de los extranjeros, y han sido abandonadas a la obtención de sus propios recursos. Las limitaciones económicas a las que están sujetas las empresas, no les ha permitido

avanzar en términos de modernización e innovaciones que les den la pauta para competir no solo a nivel nacional, sino internacional.

Este comportamiento económico en el que se fortalecen los más fuertes y los débiles se debilitan más, se traduce en una malsana concentración de la riqueza en manos de un número limitado de personas, familias y grupos de inversionistas.

La riqueza que se crea en el mercado de capitales en años recientes, han convertido a los grandes accionistas, cuyas empresas cotizan en bolsa, en verdaderos millonarios.

La importancia del mercado de capitales es por la facilidad de la formación de acervos de capital en los corporativos a través de la colocaciones públicas, que además, el mercado deberá incluir un mercado secundario eficiente para la transacción de títulos²⁷.

En México la participación a mayor escala del mercado de valores, y por ende, de capitales se da a principios de los años 80's. El mercado de valores en México surgió como centro de las finanzas nacionales en circunstancias de crisis económica, que se perfiló como un proyecto estratégico de organización que proporcione dinamismo a las casas de bolsa.²⁸

Durante los primeros años de la década de los 80 se tuvo un carácter altamente especulativo y por lo tanto de redistribución y centralización de capital ajeno. Después de la expropiación de la banca, es decir, en 1982, cuatro casas de bolsa privadas, conocidas como Acciones y Valores, Inversora Bursátil, Inverlat y operadora de Bolsa, controlaban el 65.4% y seis más el 24.7%, lo que propició en ellas una extraordinaria rentabilidad de aproximadamente de 47.2% con respecto de sus capitales propios, y para diciembre de ese mismo año, sus utilidades fueron de \$240, 813 millones de pesos y en 1987 de \$484, 947 millones de pesos de los cuales 64.2% correspondió a cuatro casas de bolsa con una rentabilidad de 35.34%²⁹, en este aspecto es necesario destacar que cumplen – gracias a los mecanismos financieros que permitieron el control del capital ajeno mediante la representación

²⁷ www.bmv.com.mx

²⁸ Morera Camacho Carlos. "El capital Financiero en México y la globalización, límites y contradicciones" IIEc – UNAM. Era. México 1998. Pág 43.

²⁹ Ibidem. 43 – 47.

por cuenta de terceros conocida como la democratización del capital – con la tarea de toma de decisiones fundamental para al dirección del conjunto de las empresas.

Se hace indispensable el análisis para identificar el grado de concentración del mercado mexicano de capitales, para corroborar los que en páginas anteriores he mencionado al referirme a la existencia de un mercado mexicano de capitales reducido, que al mismo tiempo dará fundamento a la vulnerabilidad del mercado ante los cambios que se generen en el mismo. Para realizarlo presento datos con los cuales se pueda tener una visión mucho mas actual para el análisis del periodo, es decir, abarcando toda la década de los años 90 que brindad una visión mas actual y detallada, para la elaboración del análisis mencionado.

La colocación accionaria promedio en la Bolsa Mexicana de Valores de 1993 a 2003 fue en promedio por \$624,654,463³⁰ miles de pesos, únicamente de las empresas más importantes que participan el mercado de capitales mexicano, es decir, de las empresas integrantes del IPC y que constituye aproximadamente el 78% para 1993, del mercado total nacional. Estas empresas concentran gran parte de los valores emitidos, por lo tanto, los beneficios que proporciona el mercado de valores, se brinda principalmente a las mejor posicionadas en el mercado nacional.

*Cuadro 2. Concentración del mercado.
(miles de pesos)*

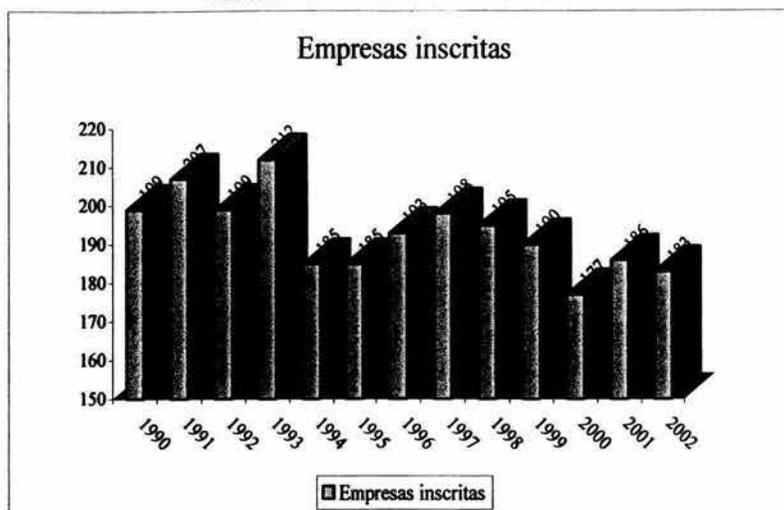
Año	capitalización total	Capitalización de muestra IPC	porcentaje respecto al total del mercado
1993	623,887,424	313,495,394	50%
1994	641,460,786	315,263,007	49%
1995	698,796,933	361,965,784	52%
1996	838,682,201	441,622,429	53%
1997	1,262,468,604	640,552,796	51%
1998	907,365,782	488,895,591	54%
1999	1,460,335,642	991,756,282	68%
2000	1,203,021,196	857,019,909	71%
2001	1,157,600,449	763,634,778	66%
2002	1,079,221,061	783,427,821	73%
2003 ⁷¹	1,163,954,753	913,565,300	78%

Fuente: Elaboración propia con datos del indicador bursátil de la BMV, para los años correspondientes.

*/1 Cifras al mes de julio de 2003

³⁰ Dato obtenido con el cálculo de las principales emisoras de la BMV en el periodo mencionado y que integran el indicador principal de la bolsa de valores.

Gráfica 4: Número de emisoras en la BMV.

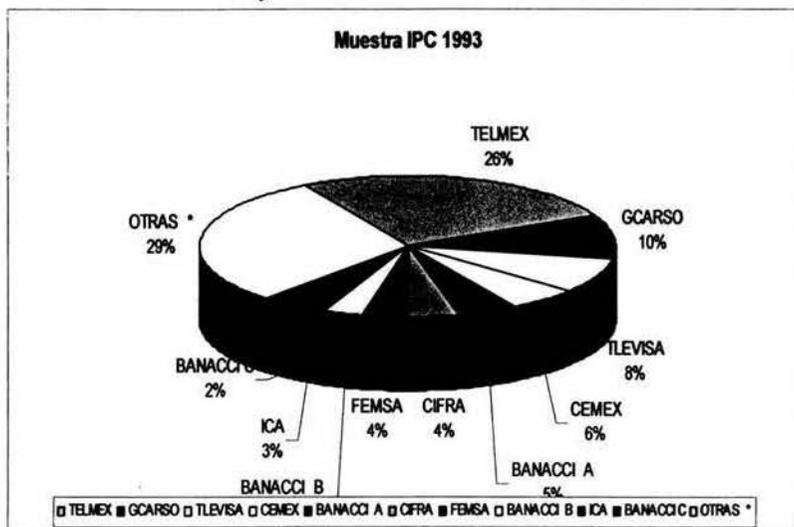


Fuente: Elaboración propia con datos del Anexo del Tercer Informe de Gobierno 2003.

De acuerdo a la gráfica 4 se muestra el tamaño del mercado accionario en México, es decir, el número de emisoras integrantes del mercado. Además, considerando se puede apreciar que, durante la década de estudio, el mercado ha sido acaparado por las principales emisoras, principalmente si se toma en consideración que el número de emisoras se ha reducido durante el periodo mencionado. Aun con esto, se puede asegurar que las emisoras que se integran en la muestra del IPC, se encuentran los verdaderos monopolios en cuanto a la totalidad de participación en el mercado accionario se refiere, ya que en cada periodo se encuentran éstas, con la mayor participación en el mercado nacional, y aunque el grado de capitalización del mercado conjunto se incremento durante el año anterior, el grado de concentración se ha incrementado en mayor proporción que la capitalización total del mercado, es decir, el incremento presentado en la capitalización del mercado fue de 7.85%, y el incremento en la capitalización de las emisoras integrantes del principal indicador fue de 16.61%, mas del 100% tomando como referencia el incremento del mercado. Es importante destacar también que el IPC, tiene registradas a lo largo de la década entre 35 y 36 títulos, de ello la importancia de destacar la concentración del mercado. En la gráfica 4 también se muestra la disminución de las emisoras nacionales participantes del mercado accionario, con lo cual se muestra que la concentración es

aun mayor, porque se reduce el número de emisoras y el porcentaje de participación en el mercado es mayor que en años anteriores. El grado de concentración se determina de la relación de la capitalización³¹ de las integrantes del indicador y la capitalización total del mercado.

Gráfica 5. Concentración del mercado. 1993.

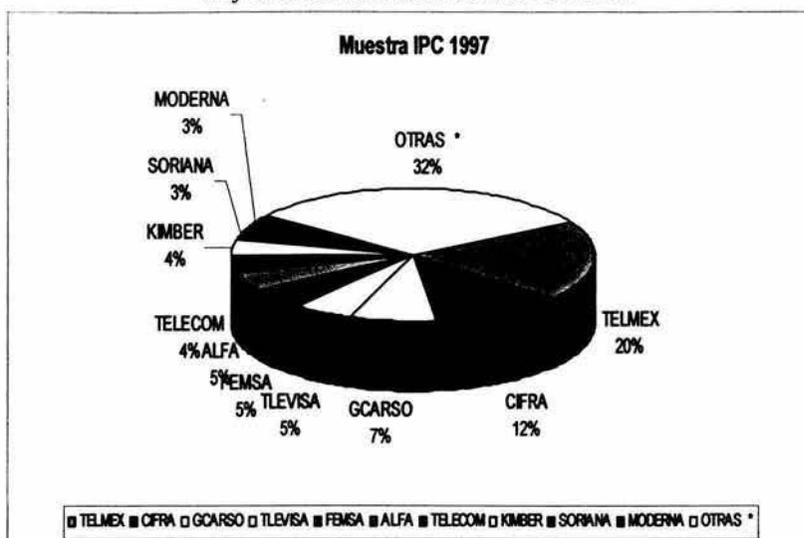


Fuente: Elaboración propia con datos de los indicadores bursátiles para los años correspondientes.

* Se encuentran las 27 emisoras restantes que integran el IPC

³¹Para el estudio del valor de capitalización en el trabajo, utilizo el monto indicado en los anuarios financieros y boletines bursátiles, sin deflactor, en el sentido de que es el monto total que se ofrece en ese momento en el mercado bursátil mexicano

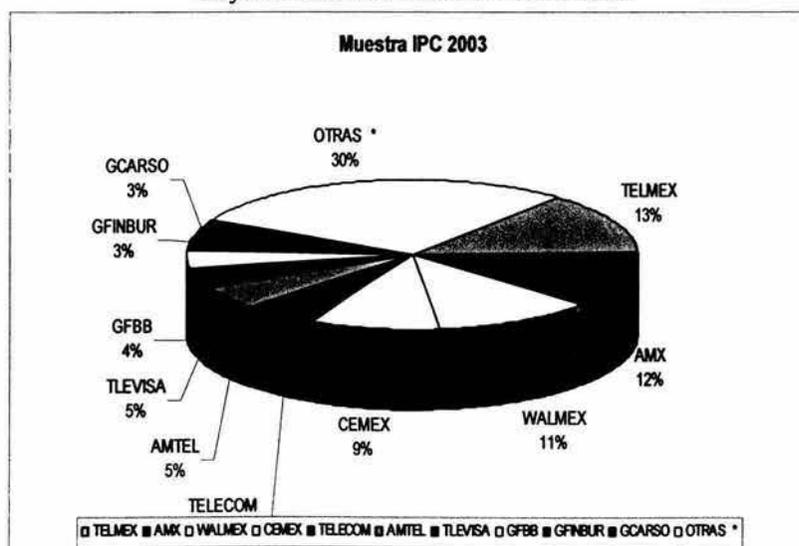
Gráfica 6. Concentración del mercado 1997.



Fuente: Elaboración propia con datos de los indicadores bursátiles para los años correspondientes

* Se encuentran las 25 emisoras que integran el IPC.

Gráfica 7: Concentración del mercado 2003.



Fuente: Elaboración propia con datos de los indicadores bursátiles para los años correspondientes

* Se encuentran las 25 emisoras que integran el IPC.

En las graficas 5, 6 y 7 se encuentran las emisoras con mayor capitalización en el mercado nacional, entre las que podemos destacar a Telmex, GCarso y Televisa. Las graficas muestran a las emisoras integrantes del IPC para el año de 1993, 1997 y 2003, que representan gran parte del total nacional del mercado accionario, como se puede apreciar en las graficas, son 10 emisoras que acaparan el 70.27% para 1993, 68.34 para 1997 y 71.28 para 2003, identificando de esta manera la alta concentración del mercado nacional accionario.

Aunado a esto, son estas emisoras las que cuentan con las condiciones de negociar acciones en el mercado extranjero, es decir, solo las transnacionales del país. Particularmente, en mercados internacionales, los nombres que se escuchan mas repetidamente son de emisoras como, Telmex, Televisa, Vitro, Cemex, GCarso, Femsa, Cifra, TTolmex, Maseca, Ica, Banacci, ahora Citygroup, GFB ahora BBVA.

La concentración del mercado accionario surge como consecuencia de que las emisoras que pueden participar en la BMV deben de contar con una serie de características como:

- ❖ Satisfacer los requerimientos de listado y mantenimiento de inscripción en bolsa,
- ❖ Encontrarse inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
- ❖ Presentar una solicitud a la BMV, mediante una casa de bolsa, anexando la información financiera, económica y legal correspondiente y,
- ❖ Cumplir con lo previsto en el Reglamento General Interior de la BMV y con las disposiciones de carácter general, contenidas en las circulares emitidas por la CNBV.

Es necesarios mencionar que solo pueden enlistarse aquellas empresas con capital contable mayor a 125 millones de UDIS. “Sección A”

Existe la posibilidad de que las empresas que tienen un capital contable mayor a 20 millones de UDIS puedan cotizar en el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana, si al mismo tiempo cumple con los requisitos de listado y mantenimiento del Mercado para la Mediana Empresa Mexicana. “Sección B”³²

³² Vease en http://www.deloitte.com.mx/folleto/bmv_esp.pdf

Dadas estas circunstancias, es claro que esto es un obstáculo para las empresas mexicanas pues en la naturaleza misma de su tamaño no les es posible contar con los recursos para solventar estos requerimientos, lo cual obviamente conlleva y explica su incapacidad de acceder al mercado de valores. El problema de garantizar su solvencia y liquidez, y las serias dificultades que representan tanto por su número como por su tamaño, se suman a la lista de barreras que impiden su incorporación a las operaciones bursátiles.

La oportunidad posible se presenta solo para las empresas medianas, que pueden tener la posibilidad de estar en condiciones de operar en el mercado bursátil, o al menos son las que pueden aspirar a contar con los requerimientos necesarios.

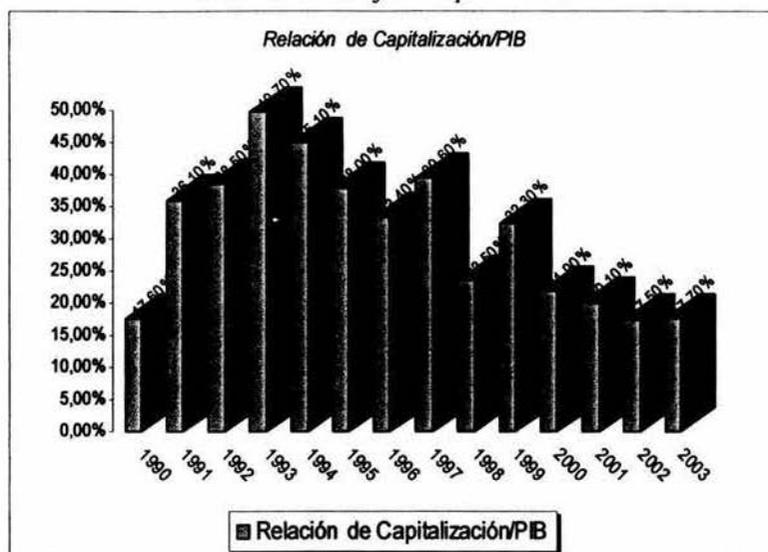
De este modo se pueden considerar los siguientes puntos:

- ❖ La BMV junto con el mercado de segundo nivel, el Mercado para la Mediana Empresa Mexicana (MMEX), siendo los únicos mercados públicos de capitales, no satisfacen las necesidades acumuladas y crecientes de capital de las empresas del país.
- ❖ Para finales de 2002 existían 183 empresas que cotizan en el mercado principal de la BMV.
- ❖ De un total de 204 colocaciones realizadas a final de 1996 el 47.5% representaba a 5 empresas únicamente.

4.4 El Mercado de Capitales Mexicano en el contexto Macroeconómico Nacional

Con lo que en el capítulo anterior se ha mencionado sobre la concentración del mercado, el mercado de capitales mexicano es muy pequeño en cuanto a la participación en la economía nacional, y como ya se observaba, cada vez su participación es menor. En primera instancia, la relación que existe entre el PIB nacional y la Capitalización del mercado indica el grado en el que el mercado de capitales se encuentra activo en la economía por lo que la comparación se presenta en la gráfica 8.

Gráfica 8. Porcentaje de Capitalización/PIB



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y DGSV.

Incluye todas las emisoras del mercado accionario y el mercado para la mediana empresa mexicana. Comparativo con el PIB a base de 1996.

El valor del PIB de 2003 es el proyectado en los criterios generales de política económica de 2003.

Los motivos de la concentración del mercado se intensifican a partir de 1988, cuando se utilizó al tipo de cambio como ancla nominal como parte de la estrategia del ajuste económico y de las reformas que fortalecieron la consolidación fiscal y los cambios estructurales, al mismo tiempo que la estrategia se apoyaba en el FMI. Pero como es obvio que ocurra en las políticas cuya estabilización se basa en el tipo de cambio nominal, se tiene como resultado una apreciación real de la moneda como consecuencia de que el diferencial entre la inflación interna y externa tarda en disminuir. Al tiempo de que ocurrían cambios importantes en el sistema financiero mexicano, y la rápida liberalización de la cuenta de capitales mexicana, brindaba oportunidades para los no residentes a adquirir acciones, títulos de gobierno, etc., las modificaciones reglamentarias de los Estados Unidos – como la regla 144 A – y que otras partes se facilitaron la venta de acciones mexicanas en los mercados internacionales, favorecieron las grandes entradas de capitales, que además, era intermediado en gran parte por el sistema bancario.

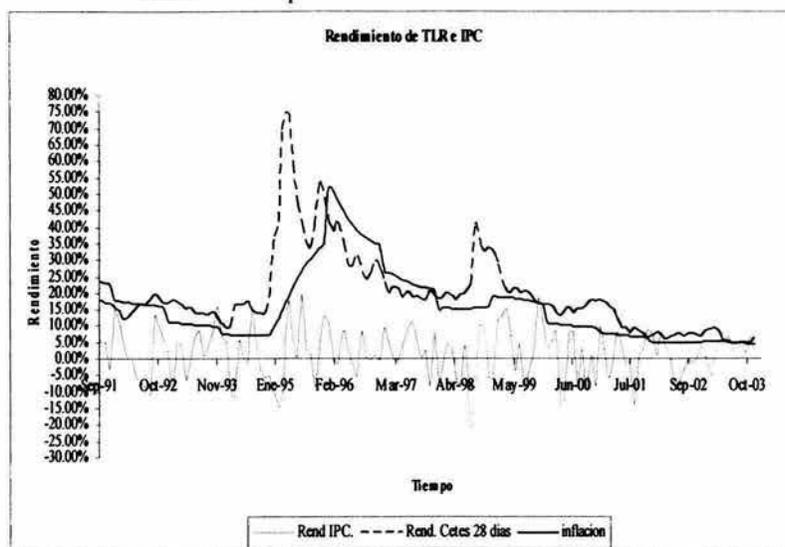
Para México, la apreciación del tipo de cambio real se exacerbó debido a las grandes cantidades de entradas de capital que se recibieron a principios de 1990, cuyos flujos tenían dos características principales, en primera eran muy elevados en montos absolutos y como proporción del PIB, y en segundo término, que una elevada proporción del capital venía como inversión de cartera, es decir, se hallaba invertida principalmente en títulos gubernamentales de corto plazo³³, y se alimentaba principalmente al mercado de deuda. Cabe hacer mención que también el sector privado recobró el acceso al financiamiento bancario internacional, que totalizaron 22,000 millones de dólares.³⁴ Sin embargo, las autoridades mexicanas no desalentaron las entradas de capital.

Otra de las razones por la cual el mercado accionario se ha visto mermado es a consecuencia de que la tasa libre de riesgo (TLR) de CETES a 28 días ha mostrado rendimientos superiores a los del mercado accionario, (gráfica 9) pero además, se muestra un mercado accionario con una pronunciada volatilidad. La razón principal es consecuencia de que la política monetaria busca una compensación a los altos niveles de inflación, por lo que se ha visto en la necesidad de pagar con altos rendimientos en TLR para compensar la pérdida de poder adquisitivo del peso por el efecto inflacionario a lo largo de la década de los 90, mismo periodo de aplicación de la política de reducción de la inflación, razón por la cual, en el grado que se han reducido los niveles inflacionarios, se han reducido los rendimientos de CETES a 28 días.

³³ Griffith Jones Stephany. "la crisis del peso mexicano" Revista de la CEPAL #60. 1996. Ed. Naciones Unidas. Pág. 156

³⁴ Ibidem. Pág. 157

Gráfica 9. Comparativo de rendimientos de la TLR e IPC



Fuente: Elaboración propia con información de Banxico.

Sin embargo, la característica de mantener tasa de interés alta, e inclusive que en ocasiones se encuentre por encima de la inflación, es consecuencia de que la economía nacional no tiene variables macroeconómicas sólidas, principalmente de ajuste fiscal y sector externo,³⁵ además de las productivas y financieras internas, capaces de estabilizar la moneda, por lo que se convierte indispensable la entrada de capitales extranjeros o la intervención del FMI para realizarlo. Es en estos factores las grandes debilidades económicas nacionales, la razón por la que predominan las políticas encaminadas a los intereses del capital financiero internacional. La función que realiza en una nación cuando el capital fluye a ésta, tiene como consecuencia una apreciación de la moneda, y cuando los capitales salen, se devalúa por la incapacidad de mantener la paridad cambiaria. Es similar el comportamiento de flujo de capitales en el precio de las acciones en el mercado de capitales. La apreciación de la moneda derivada de la entrada de capitales en la nación, tiene un comportamiento paralelo en

³⁵ Huerta. A. (2000) "La liberalización Financiera no genera condiciones de estabilidad monetaria y financiera." En A. Mantey y N. Levy (comps). De la desregulación financiera a la crisis cambiaria. Experiencias de América Latina y el sudeste asiático. UNAM. México. Págs. 47 - 69.

el precio de las acciones, y de la misma manera, en la salida de capitales afecta el mercado de capitales.

El mercado de capitales mexicano se ha caracterizado por situaciones similares. En la década de los 90, estas características llegaron a propiciar en la nación lo que se conoce como “La primera crisis global del siglo XXI”³⁶ que limitó en considerable medida el tamaño del mercado como consecuencia de la salida de capitales que habían ingresado al país por la liberalización de la cuenta de capitales.

El problema es que el capital se concentró en su gran mayoría en valores gubernamentales y el mercado de deuda corporativa es aún incipiente. Las empresas paraestatales, así como los gobiernos estatales y municipales³⁷, aún no participan en él. De este modo se puede enunciar las características que propician un limitado mercado de capitales:

- ❖ La demanda se concentra en valores de corto plazo y de tasa variable, aún en el caso de los inversionistas institucionales.
- ❖ El público inversionista no participa en general, ya sea de manera directa o a través de sociedades de inversión, en el mercado de deuda.
- ❖ Inestabilidad macroeconómica y bajos niveles de ahorro interno.
- ❖ Falta de acceso al pequeño ahorrador al mercado de valores.
- ❖ Conflictos de interés de administradores de sociedades de inversión.
- ❖ Falta de una base sólida de inversionistas institucionales.
- ❖ Bajo nivel de transparencia en la operación de la BMV.
- ❖ Débil protección de derechos de los accionistas minoritarios y acreedores.

Características que han llevado a un mercado de capitales muy estrecho en relación con mercados de capitales de otras naciones, pero que podrá ser observado con mayor precisión en el apartado siguiente.

4.5 El Mercado de Capitales Mexicano y los Mercados de Capital Extranjeros.

El mercado de capitales mexicano presenta una diferencia muy pronunciada al respecto de los demás mercados de capital a nivel internacional, como

³⁶ Girón González, Alicia. “Crisis Financieras” UNAM – IIEc. 2002. Pág. 50

³⁷ En últimas fechas esto ha cambiado y ahora los estados y municipios emiten deuda en el mercado.

consecuencia de la existencia de deficiencias estructurales, una exagerada dependencia de exportaciones petroleras, además del tipo de cambio fijo, razones por las cuales durante la década de los 90, se registraron crecimientos anuales promedio de 48% en las tasas de interés, 41% de inflación y devaluaciones promedio de 35%,³⁸ lo que propiciaron una elevada volatilidad en el mercado, creando un terreno no fértil para las inversiones de largo plazo, y como principal consecuencia que las empresas mexicanas no encuentren una fuente eficiente de financiamiento en el Mercado de Valores, y por lo tanto se encuentre fuertemente rezagado. De este modo, se empiezan a enmarcar las principales diferencias del mercado domestico mexicano y los extranjeros, pues en las economías desarrolladas tiene en promedio 1025 empresas enlistadas, claro, con la excepción de Estados Unidos que tiene 7862 empresas, y los países emergentes un promedio de 474 empresas.³⁹ pero no se limita solo al listado de emisoras que cotizan, sino al nivel de capitalización de las mismas tanto que una sola empresa, como Microsoft tenga un nivel de capitalización superior al conjunto en el mercado de valores mexicano, y que al mismo tiempo, junto con Citigroup y SISCO tengan un nivel de capitalización del tamaño del Producto Interno Bruto de México.

El caso de los inversionistas también es una situación critica, por cada 10,000 integrantes de la PEA, 100 de ellos eran inversionistas para 1987, y para 2001 únicamente quedan 37, lo cual no representa ni el .5%.

México tiene una población de 100 millones de habitantes, y solamente existen 148 mil contratos de intermediación, para contrastar este dato, en Estados Unidos por cada 10 mil integrantes de la PEA 5,500 de ellos son inversionistas, es decir, el 55% que invierte en bolsa contra nuestro .5%.

Existen varios factores estructurales que explican porque, a pesar de las acciones tomadas durante la década de los 80 y 90 la consolidación del mercado accionario mexicano no ha tenido éxito. En primera, la inestabilidad macroeconómica, que explica los bajos niveles de ahorro domestico, que comparado durante el periodo de 1986 – 1996 con los niveles de ahorro de Chile con un 23% del

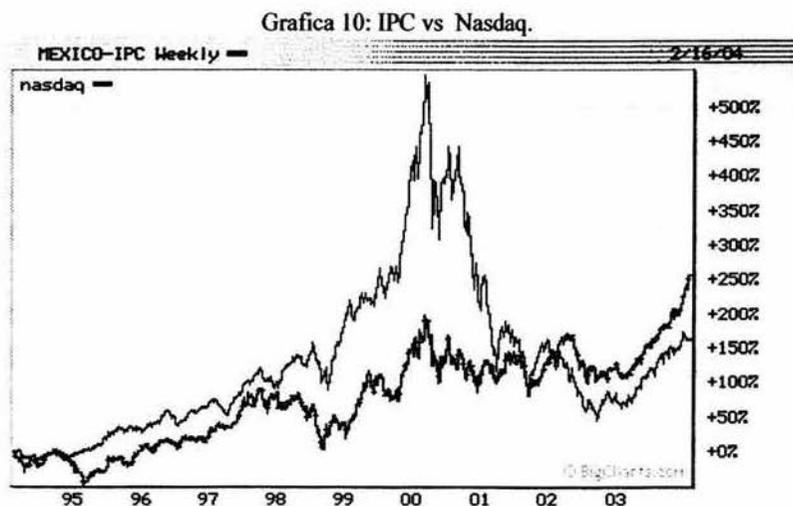
³⁸ Aramburuzabala Larregui Maria Asunción. Versión estenográfica de participación durante la XII Convención del Mercado de valores.

³⁹ Cifra hasta 2001.

PIB y Brasil de 21% mientras que para México era solo del 18.5%,⁴⁰ además de los bajos niveles de ahorro, los intermediarios financieros no han tenido interés en la atracción de agentes pequeños.

Sin embargo el avance artificial e insostenible que el mercado accionario tuvo en México en la década de los 90, se debió en parte a los instrumentos usados para promover la inversión extranjera y la intervención de Nafin, que doto al mercado de la liquidez necesaria, pero que años recientes su participación es casi nula.

Durante 1995 y en los años siguientes los mercados de Estados Unidos crecían muy rápidamente. Las firmas de la nueva tecnología representadas por el índice Nasdaq, se convirtió en un atractivo importante para los inversionistas que buscaban rendimientos en instrumentos de alto riesgo, sin problemas del gobierno corporativo y liquidez que existía en el mercado mexicano. El crecimiento anual medio del Nasdaq fue de 21.93% de 1995 a 2000 y de 18.815 para el Dow Jones, mientras que solamente de 10.22% para el mercado mexicano, justificación mediante la cual se adoptaron acciones del Nasdaq en el mercado mexicano. En las siguientes gráfica se muestra la evolución de estos mercados comparados con el mexicano.



Fuente: <http://interactivo.wsj.com/documents/indexbuild2.htm>

⁴⁰ Martínez Lorenza. Capital Markets in México. Recent Developments and Future Challenges. México. Banco de México. Noviembre de 2002.

Gráfica 11: IPC vs Dow Jones



Fuente: <http://interactivo.wsj.com/documents/indexbuild2.htm>

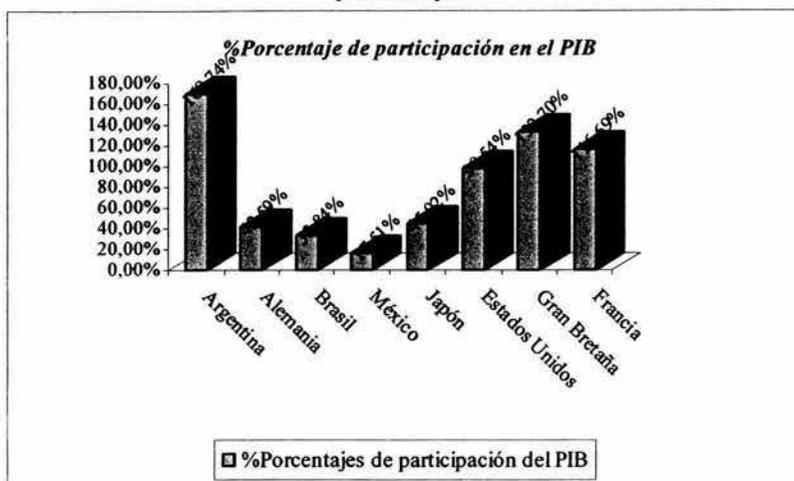
Como puede observarse, el mercado norteamericano ha tenido mayor crecimiento en la etapa mencionada, pero en años recientes, el mercado mexicano presenta nuevos repuntes como consecuencia del control de algunas variables macroeconómicas como la inflación, la reducción del déficit público, además de las características con las que cuentan la economías emergentes donde se encuentra incluido México, pero que se tratara en mayor detalle en el siguiente capítulo.

Otra razón por la cual se demuestra el mercado accionario reducido es el porcentaje de participación con respecto al PIB, puesto que en economías desarrolladas y emergentes el porcentaje de participación es superior en comparación con la mexicana.⁴¹ La importancia de un mercado amplio es para proporcionar liquidez a los inversionistas y emisoras, que en el caso mexicano son los principales problemas. Aunado a esto, el mercado accionario mexicano ha mostrado múltiples bajos durante los últimos 10 años lo cual es un factor que lo convierten en un mercado poco atractivo.

⁴¹ Se toman solo las mas representativas de mercado internacionales de capital de economías desarrolladas y las mas importantes de economías emergentes.

En la grafica 12 se muestra el tamaño del mercado comparado con los principales países desarrollados y emergentes. En las graficas 13 y 14 la evolución de los principales múltiplos del mercado.

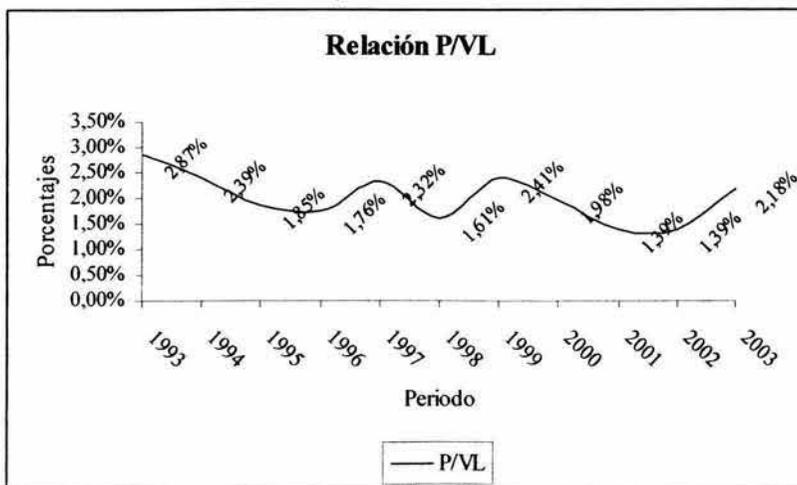
Gráfica 12: Porcentaje de participación de las principales bolsas con respecto al PIB para cada país.



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV.

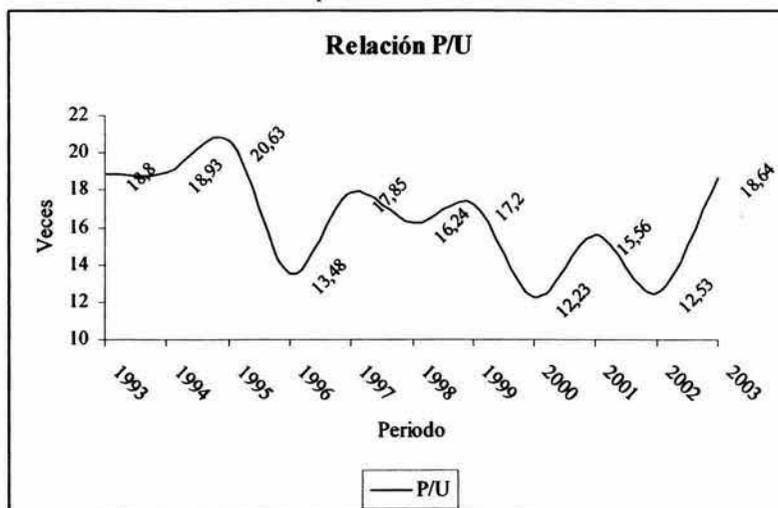
Los valores de capitalización dentro del porcentaje de participación en el PIB, son al mes de junio, excepto el de México que es al mes de julio de 2003.

Gráfica 13: Múltiplos del mercado accionario. P/U



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y DGSV. SHCP. Cifras al mes de Julio de 2003.

Gráfica 14: Múltiplos del mercado accionario. P/VL



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y DGSV. SHCP.
Cifras al mes de Julio de 2003.

Sin embargo no son solo estos factores los que hacen que mercado sea limitado, ya que las condiciones para atraer inversiones no son las optimas. Al respecto se da la situación del nivel de riesgo o de las calidades, puesto que el mundo de las inversiones es el terreno de las seguridades, pues nadie se arriesga a depositar fuertes cantidades de dinero si la posibilidad de pérdida es alto, lo que los especialistas llaman riesgo país. El Riesgo país es definido como el riesgo al que se enfrentan las entidades publicas o privadas que llevan a cabo transacciones con otra entidad de diferente nacionalidad.⁴² De igual forma el riesgo país es la probabilidad de que suceda algo que afecte negativamente los deseos o la capacidad de pago de un país, diferenciando el riesgo por repudiación y el riesgo por moratoria.⁴³ El riesgo país es confundido generalmente con el riesgo soberano, sin embargo, el último es

⁴² Siller Pagaza Ma. Gabriela. "Medición del riesgo país para México" en: Problemas del desarrollo Vol. 32 Núm. 127. México. IIEc. Octubre - Diciembre. 2001. 135 - 161.

⁴³ La repudiación de la deuda ocurre cuando la entidad a la que se le otorgo el préstamo deja de reconocer sus obligaciones. Por otro lado, la moratoria se da cuando las obligaciones son reconocidas pero no existe la capacidad de pago para cumplir con ellas. En Keith Wells Ronald. Country risk management: A practical guide. 1997. Business credit. New York. NY.

particular de la deuda del gobierno central, mientras que el primero engloba la deuda del gobierno central y la deuda de las entidades privadas.⁴⁴

Es importante destacar que, en la estructura de las finanzas el capital se globaliza, mientras que el riesgo se nacionaliza, es decir, el capital puede migrar hacia cualquier parte del mundo dependiendo de la seguridad con que cuente.

Los instrumentos de inversión que se transaccionan están determinados por el grado de seguridad de la inversión, es decir, el nivel de riesgo y que en el caso mexicano se conoce como el “Riesgo México”⁴⁵, del cual, haciendo la igualación a 100 para el año 2001, el riesgo mexicano era de 250, el norteamericano de 248, el de todos los mercados emergentes de 225 y el de todos los mercados desarrollados de 150,⁴⁶ lo que indica que en el juego bursátil México es ligeramente más riesgoso que en Estados Unidos, pero paga mejor, principalmente en inversiones de corto plazo, ya que el gobierno mexicano se ha esforzado para crear condiciones que beneficien a los inversionistas.

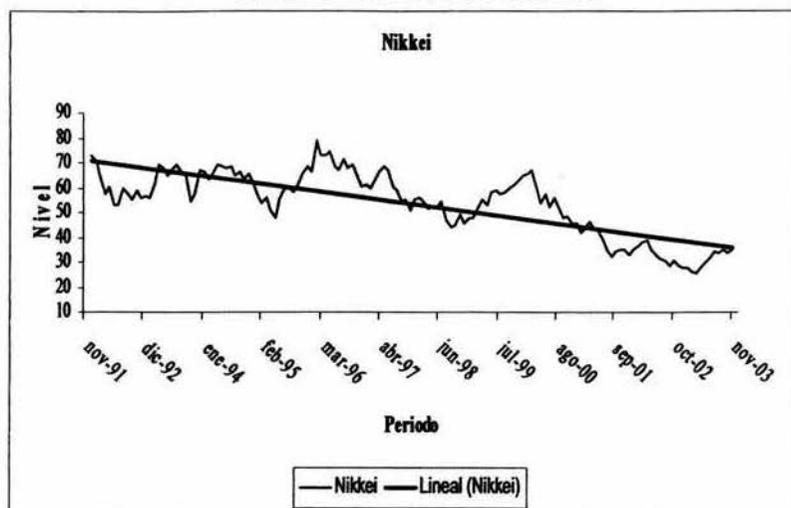
Es importante mencionar el hecho que pese a todas estas condiciones el mercado mexicano ha crecido junto con mercados de países desarrollados y las principales economías emergentes. En el caso de las economías desarrolladas se mencionan los ya citados Dow Jones y Nasdaq, exceptuando el Nikkei, que muestra una tendencia de decrecimiento, mientras que para los emergentes, el mercado Brasileño y Argentino, según las gráficas 15, 16 y 17 también presentan crecimiento.

⁴⁴ Siller Pagaza, Ma Gabriela. Problemas del Desarrollo. Vol. 32. Núm. 127. México. IIEc – UNAM. Octubre – Diciembre. 2001. Pág. 137.

⁴⁵ En el mercado accionario, el riesgo país se define como la volatilidad de los rendimientos de un índice accionario del país correspondiente, medida por su desviación estándar. El riesgo México, es el nombre que recibe el indicador de riesgo país para México en el contexto global, que para fines de análisis del riesgo mexicano, se dividen las inversiones globales en acciones y deuda de tres grandes regiones de inversión: Estados Unidos, Mercados desarrollados fuera de Estados Unidos, (Incluidos los mercados de Europa, Australia y Lejano Oriente.) y mercados emergentes, lo que indica que existen seis distintas categorías de inversión, Estados Unidos, Desarrollados y Emergentes. Se analizan series históricas mensuales desde 1991. Las razones son dos, la primera es porque la inversión extranjera en el mercado accionario mexicano (y en los mercados emergentes en general) solo empezó en serio en 1991 por el efecto detonador de la cotización de los ADR's de Telmex en mayo de ese año, y en segundo porque los Brady se canjearon por deuda mexicana en 1990, y el Índice de bonos Brady a nivel global y mexicano empieza en 1991. Heyman Timothy. “Inversión en la globalización” Edit. Milenio. México. 1998. Cap. 3. Pág. 55 – 71.

⁴⁶ Ramón Martínez Escamilla. IIEc. UNAM. 2001. Hegemonía Financiera y competencia Bancaria. Seminario. Estructuras Financieras: Fragilidad y cambio.

Gráfica 15. Decrecimiento del Nikkei.



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.

Gráfica 16: Comportamiento Merval. (Argentina)



Fuente: <http://interactivo.wsj.com/documents/indexbuild2.htm>

Gráfica 17. Comportamiento Bovespa. (Brasil)



Fuente: <http://interactivo.wsj.com/documents/indexbuild2.htm>

4.6 Importancia de los múltiplos en el mercado

Anteriormente se ha indicado la baja atracción del mercado por razón de la existencia de múltiplos del mercado mexicano bajos. La importancia de estos es porque la teoría y práctica de la compra / venta de acciones, tiene rentabilidad si la operación logra efectuarse con acierto, es decir, aplicando la generalidad del mercado de comprar barato y vender caro. El principio utilizado al respecto es el de comparar acciones de aquellas empresas capaces de crecer al mayor ritmo posible a través del tiempo, con la mejor consistencia en que lo permitan las circunstancias y manteniendo al mismo tiempo la mas alta rentabilidad sobre su inversión propia.

Es obvio determinar que para que el precio de las acciones suba, en el entorno de libre mercado, la demanda deberá superar la oferta. Sin embargo las operaciones se realizan bajo incertidumbre, por lo que es necesario evaluar cuando el precio de una acción esta barato o caro. Precisamente en este aspecto es que toman importancia los múltiplos del mercado.

La relación que guarda el precio de mercado de una acción y su respectivo valor en libros⁴⁷ es útil para efectos de valuación del precio de una acción. La relación se expresa en términos de porcentajes. Si el precio de mercado de una acción supera al valor en libros de esa misma acción, se dice que la acción se está cotizando con una prima (o sobre precio) sobre su valor en libros. Si el precio de mercado de una acción, en un momento determinado, es inferior a su valor en libros, se dice que el precio de mercado se cotiza a descuento sobre su valor en libros.⁴⁸ En términos menos complejos, la importancia del múltiplo indica que, mientras una empresa sea rentable, el ritmo de crecimiento sea bueno y la percepción de la comunidad bursátil respecto del futuro sea positiva, el precio de mercado normalmente incluirá un sobre precio en relación al valor en libros. Esta forma es normal, pues se considera para que dentro de las empresas se cuenten con equipos de personal operativo, administrativo, imagen, reconocimiento, prestigio, posicionamiento del mercado que indudablemente de la forma en que se organicen, son generadoras de utilidades, mismas que percibe el mercado proporcionando de esta manera un sobre precio sobre el valor en libros.

La relación precio utilidad es la medición del precio de la acción de una empresa en comparación con las utilidades generadas en el periodo reciente, contra las utilidades que se espera se generen en el futuro inmediato, y de manera general durante los próximos años. Obviamente, la esencia del índice radica en la existencia de utilidades posteriores, si hay pérdidas, el índice no tiene ninguna aplicación.

El resultado se obtiene mediante la división del precio por acción en un momento determinado, entre la UPA (utilidad por acción) e indica el número de veces que es mayor el precio de la acción, en ese momento, en comparación con la utilidad que cada acción respalda durante el periodo anual más reciente⁴⁹.

Según los significados de los múltiplos mencionados, éstos, son poco atractivos, pues mientras que la relación de P/VL se cotiza con una prima mínima, indicando de esta manera que la percepción de la comunidad bursátil de las acciones

⁴⁷ Se le conoce así al precio de liquidación de una empresa que resulta de vender todos y cada uno de los activos de la propia empresa, en forma individual y deducir de los fondos recabados con esas ventas, el importe de los pasivos a cargo de la misma empresa.

⁴⁸ Marmolejo González Martín. Inversiones. IMEF. Ed. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas. México 1994. Capítulo 1 Sección, IV. Pág. 243.

⁴⁹ *Ibidem*.

mexicanas no son muy buenas, pues reflejan un mínimo de éxito empresarial al mantener porcentajes de primas bajas no solo en el periodo reciente, sino durante toda la década, al no pasar ni el 3% anual. Por su parte el múltiplo P/U refleja de la misma manera bajas utilidades en las empresas, pues utilizando un poco de lógica, si la relación se da del precio de la acción entre UPA, es de notar que las utilidades no se incrementan, pues de manera contraria, el valor de UPA debería acercarse mas a 1, lo que indicaría que el valor del múltiplo se acerca a igualar el precio de la acción, por lo tanto, los múltiplos de mercado accionario en conjunto no son atractivos para la atracción de inversionistas.

4.7 Emisión de valores en mercados foráneos.

México es entre los mercados emergentes, el más importante pues en diferentes instrumentos, existe un valor operado o en circulación igual o mayor fuera del país, es decir, del mercado mexicano. Se realiza mediante los certificados de Depósito Americanos (ADR'S por sus siglas en ingles), - son recibos que amparan la adquisición de una acción elegible a la inversión extranjera (acciones libres, CPO's o acciones L) depositado con un custodio, que normalmente es un banco internacional que se dedica a esta actividad. Se pueden emitir por iniciativa de la compañía listada en cuyo caso son patrocinados (sponsored) o por iniciativa de los inversionistas, o no patrocinados (unsponsored). Después de su colocación inicial se pueden comerciar en el mercado secundario en forma extrabursátil (mercado over the counter) o en bolsa como el NYSE.⁵⁰ - que tuvieron presencia en el mercado americano a partir de la reforma a la Ley del mercado de valores en 1989.⁵¹ La ventaja de los ADR's para el inversionista extranjero es que esta comprando un valor similar a los valores de su mercado, en su propia moneda y a través de las casas de bolsa de su país.

El primer ADR de una acción mexicana en registrarse en el NYSE fue el de Telmex en mayo de 1991. Para el año de 1997, México tenía la mayor cantidad entre los mercados emergentes de ADR's inscritos en el NYSE y en otros mercados de Estados Unidos. El valor diario operado en promedio en ADR's fue mayor que el que

⁵⁰ Heyman Timothy. "Inversión en la globalización) Edit. Milenio. México. 1998. Pág. 185

⁵¹ Ortiz Martínez Guillermo. "La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria. México, Fondo Cultura Económica, 1994"

se opero en la bolsa en el mismo año,⁵² sin embargo no se puede hablar de un crecimiento constante en la financiación mediante este método de emisión de valores en el extranjero, ya que durante los últimos 5 años suman un promedio negativo de crecimiento con un total de - 2.8287%⁵³ lo que indica que la forma de inversión extranjera directa mediante esta vía tiene un decrecimiento notable, pero además, la colocación de empresas mexicanas en el extranjero a partir del 2000 ha sido de cero.

4.8 Crecimiento de los mercados de capital internacionales.

El crecimiento de los mercados internacionales de capital ha estado ligado al comportamiento de los cambios en la situación política y económica de cada país, mismo que se ve reflejado en los cambios de sus mercados. Estos cambios están determinados por aspectos geopolíticos,⁵⁴ que como es sabido, los mercados se encuentran interconectados y las situaciones ajenas a los mercados domésticos repercutirán mediante este enlace, tal y como se mostró en 2003, cuando se desarrollaba el ataque a Irak y el temor de un prolongamiento de la guerra, los mercados sentían el nerviosismo y registraron severas caídas como la del lunes 24 de 2003,⁵⁵ que alcanzo a los mercados mas importantes de las naciones desarrolladas. Pero existen otros factores que de igual forma repercuten en los mercados como la inestabilidad cambiaria, los precios del petróleo, cambios de gobierno, inestabilidad interna, y demás factores, mismos que si se juntan, no representan buenas noticias para los inversionistas, y mas que pesimismo generan incertidumbre, lo que hace a los inversionistas tomar decisiones con cautela, afectando directamente en los mercados de valores.

El crecimiento o disminución de los mercados se relaciona con el avance económico, mismo que se ha visto mermado en años anteriores (ver cuadro 3), pero que durante el último año se observan ya recuperaciones, principalmente la economía estadounidense, sin embargo, existe la duda que ensombrece a las grandes

⁵² Salinas Márquez Saúl. México en la globalización. Ensayo.

⁵³ Cifra obtenida de acuerdo a los datos registrados en los indicadores bursátiles correspondientes a 1999-2003. Se excluyen warrants.

⁵⁴ De geopolítica, término usado para designar la influencia determinante del medio ambiente (elementos tales como las características geográficas, las fuerzas sociales, culturales y recursos económicos) en la política de las naciones.

⁵⁵ El Financiero. Martes 24 de Marzo de 2003.

economías, que mantiene una recuperación mas o menos apagada, según los pronósticos realizados por Banamex.

Todo indica que las economías con mejores perspectivas son las emergentes, y resulta obvio que los inversionistas depositen su dinero donde exista crecimiento. Así lo demuestra un informe emitido por Emerging-Portfolio.com donde se muestra que 2003 fue un año record para las entradas de capital en las economías emergentes y, que de igual forma se registro la cantidad de 350.4 millones de dólares en dinero nuevo dirigido exclusivamente a mercado emergentes en la primera semana de 2004. Sin embargo, esta situación hizo que en Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés) lanzara una advertencia, en la que funcionarios del grupo indicaran que los precios de los activos de los mercados emergentes parecen estar alejándose de los fundamentales, a lo que surge la duda de ¿Por qué se invierte en países emergentes cuando se prevé que Estados Unidos tendrá un crecimiento significativo? En respuesta, Nariman Behraves⁵⁶ menciona que por mucho que vaya a crecer Estados Unidos, varios de los mercados emergentes clave crecerán más rápido.

Cabe destacar que China, ha sido posiblemente la parte mas importante de crecimiento económico global el año pasado pues aportó 13% a este rubro, lo que mantiene a China como líder en Asia, que en términos económicos esta empezando a ocupar el mismo lugar entre los mercados emergentes que ocupa Estados Unidos en todo el mundo.⁵⁷

Un dato importante que explica también el crecimiento de los mercados emergentes es el hecho que aunque el IIF califico a mercados como Polonia, Filipinas y Venezuela como una apuesta sobrestimada a favor de deudores débiles, los inversionistas tiene la fe en la realización de reformas en otros mercados.

⁵⁶ Economista principal de Visión Global.

⁵⁷ Rana Foroohar. Donde hallar prosperidad. Newsweek en Español. Vol. 9 Núm. 3 26 de enero de 2004. Publicad por News for America LLC. Pág. 30 – 32.

Cuadro 3: Crecimiento porcentual anual del PIB en los principales países desarrollados y en desarrollo.

PIB Crecimiento real anual en moneda local. %					
Desarrollados					
	2000	2001	2002	2003	2004/p
Estados Unidos	3,8	0,3	2,4	3,0	4,3
Unión Europea.*	3,3	1,4	1,0	0,7	1,9
Japón	1,7	-0,6	0,1	2,9	2,4
Emergentes					
México	6,6	-0,3	0,9	1,2	3,4
Argentina	-0,5	-4,7	-10,9	7,0	5,0
Brasil	4,5	1,5	1,5	0,3	3,5

Fuente: Examen de la situación económica en México. Banamex. Núm. 936. Vol. 79. Dic 2003.

* Alemania, Francia, Italia, España, Holanda, Bélgica, Austria, Finlandia, Portugal, Irlanda, Suecia, Dinamarca, Grecia, Noruega, Reino Unido.

/p Pronostico Banamex.

De esta manera puede observarse (ver cuadro 4) que los mercados han reaccionado en base a las expectativas de crecimiento de mercado emergentes y como resultado se registran mayores crecimientos en estos mercados que en los desarrollados.

Cuadro 6: Crecimiento porcentual de las principales bolsas del mundo.

Crecimiento Porcentual de los Principales mercados.					
DESARROLLADOS					
		2000	2001	2002	2003
Alemania	DAX	-7,54	-19,79	-43,94	37,08
Estados Unidos	DJI	-6,18	-7,10	-16,76	25,32
Francia	CAC - 40	335,89	-21,97	-33,75	16,12
Inglaterra	FTSE 100	4,43	-16,15	-24,48	13,62
Japón	NIKKEI	1027,20	-23,52	-18,63	24,45
EMERGENTES					
México	IPC	-20,73	12,74	-3,85	43,55
Argentina	MERVAL	*	-29,12	77,71	104,20
Brasil	BOVESPA	-10,72	-11,02	-17,01	97,33

Fuente: Elaboración propia con informes del Indicador Bursátil de diferentes años.

* El indicador anterior de comparación es el índice general, por lo que se omitió este dato.

MÉXICO Y MERCADOS

EMERGENTES

¿HACIA DONDE VAN?

5.1 Mercados emergentes.

Estamos transcurriendo el nuevo milenio, el de las finanzas modernas, que tienen como fundamento principal la teoría de los mercados eficientes, la teoría de la cartera basada en sus modelo de fijación de precios CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) donde el mercado de valores es el factor determinante y el APT (*Arbitrage Pricing Theory*) modelo de múltiples factores¹, además de compartir las características principales de la teoría de la agencia, la relación entre el principal (propietario) y el agente (administrador),² pero, donde el principal problema es el de haber sido creado para mercados desarrollados como el estadounidense, siendo diferentes las características para mercados emergentes, de los cuales me ocupare a continuación.

El término de mercado emergente se utiliza en relación a países subdesarrollados que han iniciado un proceso de desregulación financiera y de privatización de una parte sustancial de su sector público, y que han adoptado una política de estabilización macroeconómica acompañada de una intensa apertura comercial y financiera de la economía, que acaba reflejándose a corto plazo en un aumento de la rentabilidad de los instrumentos de deuda y de otros activos financieros³.

También son conocidos como las plazas bursátiles de los países en desarrollo o países en fase de maduración macroeconómica, refiriéndose principalmente a los países de Asia - Pacífico (exceptuando Japón), el este europeo (especialmente Rusia, Hungría, Chequia y Polonia) Latinoamérica (como México y Brasil como principales) y Sudáfrica,⁴ con la característica de tener un PIB per capita inferior a los 8,625 dólares⁵ y cuyas transformaciones de dichos países han sido profundizadas

¹ Messutti, Domingo Jorge. "Selección de Inversiones" Introducción a la teoría de la Cartera. Ediciones Macchi. Buenos Aires – Argentina. 1992

² Rodríguez Rivera José. La Teoría de la Agencia. Documento difundido en Internet.

³ Rodríguez Prada Gonzalo. La macroeconomía de los mercados emergentes. España 1996. Pág. 1

⁴ <http://money.msn.es.bolsa/mercados/temas/comentarios/bolsa/mercadosemergentes/default.asp>.

⁵ Martínez Escamilla Ramón. Hegemonía Financiera y Competencia Bancaria. Alusiones al caso mexicano. IIEc – UNAM. Seminario: Estructuras Financieras Fragilidad y Cambio. 2001.

mediante algunas formas de represión financiera, o como estrategia para promover vínculos favorables con los mercados financieros internacionales, además de plantearles el ser una fuerte plataforma para el desarrollo económico⁶.

En este contexto, los mercados emergentes tienen dos principales funciones a desempeñar en el desarrollo de sus propios países, por un lado la movilización amplia y eficiente del ahorro y la inversión nacional, y por el otro la movilización y asignación eficiente de los recursos internacionales hacia las empresas locales, cuyo reto deberá ser respondido con la ya mencionada desregulación y liberalización de los mercados de capital, el desempeño empresarial eficiente y competitivo, el refinamiento y mayor divulgación de la información financiera empresarial y del mercado y el análisis e investigación sobre la empresas en los países en vías de desarrollo y sus mercados de valores emergentes.

Las políticas ya mencionadas de desregulación y liberalización en los ya citados mercados, indudablemente están ligadas al proceso de la globalización financiera y forma parte de los propios objetivos de los gobiernos para formar parte de dicho escenario, sin embargo, dicho proceso se esta dando bajo pautas asimétricas de oportunidades y opciones, y en la parte que respecta a los mercados emergentes no ha generado un beneficio sino que, los ha hecho cada vez mas dependientes como el caso mexicano que tiene una fuerte dependencia con Estados Unidos no solo en términos comerciales, sino también financieros, además, países del Sur de América como Brasil y Argentina que mantienen dependencia con países europeos.

Al respecto de la desregulación y liberalización financiera se hace énfasis principalmente a la libre entrada y salida de inversiones de cartera, la liberalización del tipo de cambio, de las tasas de interés, el consentimiento de que los intermediarios financieros se instalen y operen en los mercados locales, o la creación de nuevos intermediarios, así como una menor supervisión por parte de las instituciones financieras, bajo el supuesto de que el mercado y sus propias normas institucionales las autorregularan,⁷ con lo que se ha dado paso a la supervisión preventiva o prudencial.

⁶ Dilip k. Ghosh & Ortiz Edgar. The global structure of financial market. Ed. Routledge. London and New York. 1997.

⁷ Cabello Alejandra. Globalización y liberalización Financieras y la BMV. Edit. Plaza y Valdez. México 1999. Pág. 109.

Sin embargo, el problema vinculado a la liberalización fue la generación de un entorno más inestable, que tuvieron como consecuencia crisis bancarias muy intensas. Los cambios en los mecanismos de la determinación de las tasas de interés o en la disposición del crédito introdujeron sesgos perversos en algunos comportamientos económicos, en características como la mera especulación y decisiones de inversión apalancadas en exceso, por lo que la justificación de la regulación prudencial se da mediante dos vías principalmente:⁸

- ❖ La necesidad de establecer una red de seguridad para los mercados de capitales que elimine riesgos, prevenga insolvencias bancarias y minimice los eventuales efectos de transmisión, es decir, que asegure la estabilidad del sistema financiero y,
- ❖ Las razones tanto de estabilidad como de eficiencia.

Es importante destacar de las medidas liberalizadoras, que éstas tienen su origen en los postulados que se derivan de la teoría neoclásica de la intermediación Financiera y en los planteamientos desarrollados a principios de la década de los 70's por Mckinnon y Shaw.⁹

Entre las principales diferencias a destacar en los mercados emergentes y los mercados desarrollados, es el grado de intervención estatal en los mercados emergentes mediante regulaciones proteccionistas o privilegiantes a determinados sectores, provocando de esta manera imperfecciones en mercado de productos, de factores y financieros, lo que provoca mercados de valores subdesarrollados, y como principales consecuencias que las empresas no tengan incentivos para crecer más allá de sus mercados, la intervención estatal incrementa el riesgo de los mercados, por lo que el riesgo sistémico en estos mercados es alto en relación con los mercados desarrollados, además de inhibir la eficiencia y productividad de las empresas locales.¹⁰Otra típica característica de los mercados emergentes es la pequeña e inestable capitalización del mercado con respecto del PIB¹¹.

⁸ Carlos Arias Xosé. Liberalización y seguridad Financieras en los mercados emergentes. En revista Comercio Exterior. Vol. 49. Núm. 6. México, Junio de 2000.

⁹ La represión financiera ha sido un elemento común en los sistemas financieros de los países en vías de desarrollo. El término fue acuñado por Mckinnon y Shaw para referirse a un sistema financiero distorsionado por las políticas de gobierno. En: Carta Económica. Banco Central de Nicaragua. Julio 1996. Vol. 1 Núm. 7. La reforma financiera en los países en desarrollo.

¹⁰ Edgar Ortiz y Vihangh R. Errunza. Los mercados de capital emergentes y la globalización financiera: Retos para las Finanzas Modernas. En Girón A., Ortiz E., Correa E. Ortiz (Compiladores)

En estas condiciones y como resultado de su desarrollo financiero, en los países en vías de desarrollo la movilización de los recursos se realiza en mayor proporción mediante la banca comercial y la banca de desarrollo, por lo tanto pueden visualizarse características en dichos mercados, que generan problemas comunes como la apertura de la economía, la privatización de las empresas públicas, el impulso a la inversión extranjera, pero donde el más importante de estos, es la gran volatilidad debido a la sensibilidad a todo tipo de rumores, como la notable especulación que en ellos se presenta a causa, en parte, a la insuficiencia de regulaciones¹².

5.1.1 Movilización de recursos en Mercados emergentes.

Es importante reconocer que las medidas de desregulación y liberalización del sistema financiero, atrae inversión extranjera de portafolio, la cual significa una importante opción para movilizar el ahorro generado en las naciones desarrolladas, con destino a los mercados emergentes, como consecuencia del enlace existente entre ambos mercados, lo grave de la situación es que la mayoría de las inversiones extranjeras de portafolio permanece como inversión en los mercados secundarios,¹³ y aunque las inversiones favorecen las reservas internacionales queda la duda de la volatilidad, por lo que el reto para los mercados emergentes es retener las inversiones externas y maximizar el vínculo de la inversión de portafolio con inversión real.

El interés por el cual los países en vías de desarrollo desean desarrollar sus mercados de capital y vincularlos con los mercados de capital desarrollados es para movilizar el ahorro internacional en apoyo a las inversiones de las empresas locales.

Existen ventajas para inversores en los mercados de capital emergentes, y es que ofrecen mayores retornos que los mercados desarrollados. Se basa en la

Integración Financiera y TLC. Retos y perspectivas. Edit. Siglo XXI. IIEc. México 1995. Pág. 55 – 86.

¹¹ International Finance Corporation. Emerging Stock Market. Factbook. 1999. IFC. Washington. Pág. 2

¹² Para profundizar el tema sobre las principales economías emergentes latinoamericanas consultar: Penido de Freitas Ma Cristina. La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México. En revista de la CEPAL Núm. 70. Abril 2000. Pág. 53 – 69.

¹³ Se refiere al conjunto de transacciones de compra – venta de valores entre tenedores de los mismos. Su significado esencial es que las ganancias de estas transacciones, no es dinero fresco para la capitalización de una empresa.

esperanza de que estas economías disfruten de tasas mas altas del crecimiento económico, y porque como los países crecen, el valor de sus mercados bursátiles tiende a subir con mayor rapidez, recordando en este aspecto, que el mercado bursátil se anticipa a las reacciones en la economía nacional, sin embargo, existen riesgos asociados con cada mercado, pero lo mayores peligros se premian con retornos mas altos. La teoría, es que, si se diversifica el portafolio con inversiones que abarquen una serie de mercados, se reduce el riesgo al tiempo que se tiene una mejor rentabilidad¹⁴.

De manera general se puede afirmar que el incremento de los flujos de capital hacia países con mercados emergentes se debe a tres factores fundamentales¹⁵:

1. La exitosa reestructuración de la deuda externa de los principales países en desarrollo, junto con la instrumentación de reformas económicas estructurales y financieras que les dieron acceso a los mercados internacionales.
2. La fase del ciclo económico por la que transitaban los principales países desarrollados, caracterizada por el desaceleramiento económico, la caída en la demanda del crédito y la baja de las tasas de interés, animo a los inversionistas a buscar un mayor rendimiento en otros mercados.
3. La creciente tendencia de los inversionistas institucionales a la diversificación internacional de carteras.

Mediante los factores expuestos, se da la existencia también de 6 grupos de inversionistas en los mercados emergentes donde cada uno tiene diferentes tolerancias a los grados de riesgo y rendimiento. Los grupos son.¹⁶

- I. Residentes de países desarrollados con tenencias en el extranjero y otros inversionistas extranjeros. Sus motivos principales giran en torno a la alta tasa de rendimiento y al corto plazo; y su preferencia es hacia los instrumentos de la forma nominativa (*bearer form*) que proveen rendimientos en moneda fuerte.
- II. Fondos administrados (*Managed Funds –closed- end country funds and mutual funds*). Los administradores de estos fondos compran y venden

¹⁴ Extraído del Financial Times de Septiembre de 1997.

¹⁵ J. Schwartz Moisés. Los mercados emergentes y el desafío del capital externo. En revista comercio exterior. Vol. 45. Núm. 12 Diciembre 1995. Bancomext.

¹⁶ Sudarshan, Gooptu. Portfolio Investment flow to Emerging Markets. Working papers. Washington DC. Banco Mundial. Departamento de economía internacional. Marzo de 1993. Pág. 23 – 29.

- acciones, así como los bonos de tasas altas de rendimiento en uno o más mercados emergentes sobre la base de objetivos comerciales.
- III. Bancos extranjeros y empresas corredoras de bolsa. Participan en los mercados emergentes asignando su portafolio de inversión con base en objetivos de inventario y comerciales.
 - IV. Clientes al por menor. (*retail clients*) de casas de eurobonos que se introducen en los mercados emergentes por motivos de diversificación de portafolios. Se interesan por portafolios de inversión de tasas altas / alto riesgo de los mercados emergentes.
 - V. Inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida). Estos tienen un horizonte de inversión al largo plazo sobre las ganancias esperadas de su portafolio de inversión, asimismo, buscan la estabilidad y las perspectivas de crecimiento de los mercados de valores en donde invierten.
 - VI. Los nacionales de países en vías de desarrollo residentes en el exterior, quienes podrían ser una fuente principal del portafolio de inversión en los mercados emergentes y actuar como lo opuesto a la fuga de capitales.

Gooptu indica de manera importante que de estos grupos, los cuatro primeros son los más activos en los mercados emergentes, pues buscan las características de encontrar altos rendimientos altos y en el corto plazo, además mueven constantemente su portafolio de inversión de un mercado emergente a otro. En estas condiciones, la inversión es inestable y no beneficia los requerimientos de financiamiento de inversión de los países en desarrollo captados a través de sus mercados emergentes. Los dos últimos grupos dada su perspectiva de inversión a largo plazo de su portafolio en mercados emergentes, cobran importancia porque si otorgan financiamiento a las unidades económicas del país – estos inversionistas han penetrado mercados emergentes importantes en América Latina incluyendo México – por lo que éstos inversionistas se imponen a si mismos el requisito de invertir solo en aquellos países que han instrumentado reformas políticas y alientan el desarrollo de sus mercados financieros, creándose en el país condiciones de presión para definir políticas públicas en dicho sentido.

Existe además otro proceso que permite establecer el comportamiento de largo plazo en la operación de los corporativos, y es que para las grandes empresas no tienen como fuente única y en ocasiones, ni siquiera preferente su actividad productiva, sino que ven en las colocaciones financieras como de mayor importancia.¹⁷

5.3 México, parte de los mercados emergentes.

México ocupa un lugar destacado dentro de los mercados emergentes, pues el tamaño y nivel de su desarrollo y de sus mercados nacionales es muy considerable si se compara con el común de los países que no forman parte del llamado grupo de los 10¹⁸ especialmente de sus mercados de capital y dinero,¹⁹ al tiempo que sus instrumentos de inversión son amplios y tienen alta disponibilidad, interconectados ya por los mercados internacionales, como consecuencia de la penetración de los instituciones financieras en el campo mexicano, México es considerado como uno de los mercados emergentes más globalizado²⁰.

En México, la liberalización y desregulación financieras y en consecuencia su interconexión en los mercados internacionales se da con el paquete financiero del 89, encaminado a propiciar el crecimiento del mercado de valores, mismas que si cumplieron con su meta, al menos durante los primeros años de la década de los 90, pues el crecimiento del mercado fue impresionante pero arriesgado, porque se basó en inversiones de tinte especulativo en su mayoría, en cuanto a inversionistas nacionales y extranjeros, atraídos por los libres movimientos de capital que se movilizaron a los mercados de dinero y capital en México aprovechando los altos rendimientos que ofrecían, pero en inversiones desvinculadas de la economía real.

En este sentido, la entrada de inversiones extranjeras de cartera solo tuvo lugar por los altos rendimientos ofrecidos; las políticas de liberalización financiera no ofrecieron mecanismos por los que se pudiera vincular la entrada de capitales con

¹⁷ Vidal Gregorio. Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de la crisis. En Red de Celso Furtado.

¹⁸ Se refiere a las diez naciones más desarrolladas que son Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, los países bajos, Suecia, el Reino Unido y los Estados Unidos.

¹⁹ Martínez Escamilla Ramón. Hegemonía Financiera y Competencia Bancaria. Alusiones al caso mexicano. IIEc – UNAM. Seminario: Estructuras Financieras Fragilidad y Cambio. 2001

²⁰ Heyman Timothy. "Inversión en la globalización) Edit. Milenio. México. 1998. Pág. 20

la inversión real, tampoco mecanismos para asegurar su permanencia en el mercado, lo cual fue un motivo importante que desencadenó la crisis de 1994.²¹

La internacionalización de las finanzas en México fue acompañada por la privatización de la banca comercial nacionalizada en 1982.²² llevada a cabo entre junio de 1991 y julio de 1992.

Donde se dieron inversiones directas fue en el sector bancario, pues, durante la ya mencionada década de los 90 se atrajo Inversión Extranjera Directa en participación accionaria en empresas de intermediación financiera local y a través de la instalación de sucursales nuevas o subsidiarias controladas por instituciones financieras extranjeras. Esto ocurre únicamente, donde la tendencia estimulada por la nueva dinámica competitiva de las instituciones financieras de los países industrializados, es caracterizada por la eliminación de las barreras entre las actividades de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias y por la concentración y centralización de capitales en los mercados nacionales en la forma de fusiones y adquisiciones.²³

En 1998 – 99 se aprobó un nuevo paquete de reformas donde destaca la eliminación de la cobertura amplia sobre depósitos bancarios y su reemplazo por un esquema limitado de garantía del depósito, cuyo máximo sería reducido, se crea el IPAB y los obstáculos a la propiedad foránea fueron flexibilizados y fue permitida la adquisición de acciones con derechos patrimoniales de los bancos, incluso de los tres mas grandes. (Bancomer, Banamex y Serfin)²⁴

No obstante con las aprobaciones del paquete 1998 – 1999, durante los primeros nueve meses del gobierno actual se dio una reestructuración nueva en el sistema financiero mexicano mediante la aprobación de reformas de manera casi unánime por las distintas fracciones parlamentarias en el congreso, y que tiene como directriz incrementar el ahorro en el país y canalizarlo a actividades productivas, permitiendo que la economía crezca a tasas mas elevadas y sostenibles en el largo plazo, y en el mismo sentido, se dará mayor transparencia a las instituciones públicas

²¹ Cabello Alejandra. Globalización y liberalización Financieras y la BMV. Edit. Plaza y Valdez. México 1999. Pág. 258

²² Ibidem. Pág. 109

²³ Sánchez Daza José Alfredo. Ensayo. ¿Estabilidad Financiera a cambio de que? Documento difundido en internet.

²⁴ Ibidem.

y protegerá en forma mas eficaz los intereses de los inversionistas minoritarios, que han sido olvidados por décadas enteras de los mercados financieros, y que tendrá como primera consecuencia, que México sea un destino mas atractivo para el capital.²⁵

La nueva legislación tiene como punto principal crear una sólida y mayor estructura de gobierno corporativo para bancos, emisores de valores y otras instituciones financieras., según se menciona en el primer informe de gobierno del presidente Vicente Fox. Los objetivos por los que se realizan dichas reforma son los siguientes:²⁶

- ❖ Incrementar la proporción de ahorro interno canalizado a través del sistema financiero.
- ❖ Promover el ahorro popular de largo plazo.
- ❖ Impulsar esquemas de crédito que atiendan a todos los sectores, principalmente el popular.
- ❖ Fomentar la competencia entre los intermediarios financieros.
- ❖ Fortalecer las estructuras de gobierno corporativo de las instituciones financieras y emisoras públicas.
- ❖ Proteger los intereses de inversionistas minoritarios.
- ❖ Promover el desarrollo e innovación de los productos y servicios financieros.
- ❖ Reforzar la supervisión y regulación del sistema financiero.
- ❖ Otorgar mayor autonomía operativa a la banca de desarrollo y establecer un régimen mas preciso de rendición de cuentas.
- ❖ Crear una sociedad nacional de fomento hipotecario con el objeto de estimular el crédito a la vivienda en el país.

En el mismo documento se informan las nuevas regulaciones sobre Sociedades de Inversión, Mercado de Valores, Seguros y fianzas, Ahorro y Crédito Popular y sobre Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, del mismo modo que muestra la existencia de un nuevo marco sobre Sociedades Cooperativas, del Banco del Ahorro Nacional y de Agrupaciones Financieras. De las reformas a las

²⁵ Castro Lebrija Raúl. Apuesta Fox a la reforma legal para detonar el sistema financiero. En periódico El Economista. 03 – 09 – 2001.

²⁶ 1er Informe de gobierno. 1ro de Septiembre de 2001. Presidencia de la República. Págs. 282 – 293.

sociedades de inversión, se destaca el papel relevante para que estas sean el motor principal de colocación para que los inversionistas de menores recursos puedan ser partícipes de mayores rendimientos mediante el mercado accionario.

Es conveniente resaltar desde mi punto de vista; dos aspectos relevantes de las reformas realizadas:

- ❖ En la intención de promover el ahorro privado de largo plazo, se toma en consideración de manera importante la existencia de las afores, lo cual sin lugar a dudas, es un paso previo para que las Afores puedan invertir en la Bolsa Mexicana de Valores, ya que según datos del informe, el ahorro para el retiro mantiene tasas mayores al 6% del PIB.
- ❖ También se incorpora un nuevo instrumento, el certificado bursátil para estructurar deuda corporativa de largo plazo y cierto tipo de deuda gubernamental

Sin embargo, aun con las reformas realizadas en busca de penetrar aun mas en los mercados internacionales, y con el reconocimiento por parte de Enrique Iglesias presidente del Banco Interamericano de Desarrollo al mencionar que:

“La economía – refiriéndose a la mexicana – marcha muy bien. Es una de las mas vigorosas de América Latina con una expansión al mundo internacional muy fuerte que ha generado, por supuesto, los impactos inevitables de la desaceleración”²⁷

La OCDE, a finales del mismo año afirma que México es y continuara siendo una economía emergente en tanto no concrete las reformas estructurales, la integración de toda la sociedad a la educación, modernice la infraestructura y reduzca la pobreza, y aunque considera que si se han dado cambios importantes, ni por error pueden considerarse como suficientes para dar el salto al primer mundo, además reconoce que el país tiene un severo problema en la distribución del ingreso.²⁸

Tampoco debe olvidarse que el funcionamiento de la economía mexicana depende en gran medida de las situaciones que se den en la economía

²⁷ Morales Quiroga Yolanda. Advierte el BID: Estados Unidos, único riesgo para la economía mexicana. En periódico El economista. 10 junio de 2002.

²⁸ Morales Quiroga Yolanda. México, aún lejos de dejar las economías emergentes: OCDE. En periódico El Economista. 5 de Diciembre de 2002.

estadounidense, lo cual ha sido un factor determinante en el comportamiento de los mercados junto con las expectativas de crecimiento.

A fines de 2003 México obtuvo el 3er lugar en el Índice de Confianza de la inversión extranjera, pero este resultado no tuvo que ver con los cambios que se han dado en el interior del país, sino como efecto del cambio estructural de las economías emergentes que se han vuelto mas atractivas para las naciones desarrolladas, advirtió Ricardo Haneine, vicepresidente de la consultoría AT Kearney.²⁹

En una encuesta realizada a directores Financieros y altos ejecutivos de las mil compañías mas grandes del orbe, se revela que entre los atractivos del territorio mexicano se encuentra la relativa estabilidad del tipo de cambio y la baja en las tasas de interés, la mejora en la situación financiera del sistema bancario y la próxima reactivación del crédito.³⁰

Aun con todas esas medidas emprendidas por el gobierno mexicano no debe olvidarse que México se ha integrado aunque sea en una mínima parte en el mercado internacional no solo por medio de los instrumentos conocidos como ADR's, sino que también forma parte del mercado global de capitales, del cual trata el siguiente apartado.

5.4 El mercado global de capitales.

Como consecuencia de que la actual economía global, se caracteriza no solo por el libre comercio de bienes y servicios, la liberalización de los mercados domésticos y financieros y sin restarle menor importancia al desarrollo tecnológico pero sin lugar a dudas y de mayor relevancia, la libre circulación de capitales, mismo que disfruta de una posición privilegiada, pues éste, tiene una mayor movilidad que los factores de la producción y la inversión directa, y la consecuencia es que se desplaza hacia aquellos lugares en donde percibe mejores recompensas, y es visto ahora como el principal factor de prosperidad, motivo suficiente por el cual las naciones compiten por atraerlo.

²⁹ Reynold Reyes, Verónica. Crear nuevos impuestos solo inhibirán más las inversiones. En periódico El Economista. 10 de diciembre de 2003.

³⁰ Gascón Felipe y Saldaña Ivette. Ocupa México tercer lugar en la preferencia de inversionistas. El financiero. 18 Sep 2003.

De este modo se genera una mayor interdependencia y correlación entre los comportamientos de los mercados financieros – principalmente el accionario – y se ven en la necesidad de adoptar esquemas alternativos para incrementar la competencia entre ellos y que permitan potenciar el desarrollo de los mercados de valores locales.

Bajo estas condiciones, las bolsas de valores locales y los intermediarios financieros deben enfrentar una fuerte competencia y reaccionar a las demandas de clientes y de inversionistas, así como por las tendencias globales marcadas por el acceso a la tecnología, además, de que los nuevos patrones de inversión están enfocados a los sectores económicos, en lugar de la inversión geográfica y por regiones, facilitando la inversión en una misma emisora desde diferentes países.³¹

De este modo es que ha surgido el mercado global de capitales en el cual se da la interacción de los principales centros financieros internacionales y que posibilita la negociación continua durante las 24 horas del día, en el que intervienen intermediarios, instrumentos y emisoras globales utilizando redes de información internacionales. En éste, se realizan todo tipo de funciones, tanto de tipo nacional como internacional, pero la principal característica del mercado es que goza de liquidez y el estar libre de trabas para el flujo de capitales.³² México también se ha incorporado a este ámbito mediante la forma de Mercado Global BMV, tema que tratare a continuación.

5.4.1 El Mercado Global BMV.

“La internacionalización y el grado de apertura que ha alcanzado México, ahora también en el régimen de inversión de inversionistas institucionales, así como la infraestructura de operación de la Bolsa, permiten incorporar como factor estratégico del desarrollo del mercado de valores la opción de ofrecer y operar en México valores extranjeros en una plataforma denominada **Mercado Global BMV**. El esquema consiste en la incorporación gradual en el sistema de operación de la BMV (Sentra Capitales) que están listados y cotizan en los principales mercados

³¹ BMV. Guía operativa. Mercado Global BMV. Mayo de 2003.

<http://www.bmv.com.mx/DOC/guiaoperativa.pdf>

³² <http://www.gestiopolis.com/recursos/experto/catsexp/pagans/fin/43/merfinmundo.htm>

internacionales aprovechando el esquema operativo del Sistema Internacional de Cotizaciones³³ (SIC) y mediante programas patrocinados por intermediarios o instituciones de conformidad con la regulación aplicable.”³⁴

Bajo este esquema el pasado 29 de mayo de 2003 el Consejo de Administración de la Bolsa de Valores realizó el lanzamiento del Mercado Global BMV, donde el Lic. Guillermo Prieto Treviño enfatizó en la necesidad de dar acceso a los inversionistas mexicanos a otros instrumentos del mercado financiero que les permitan tomar las oportunidades con la rapidez y flexibilidad con lo que lo hacen los inversionistas de otros países, así como ser la plataforma mediante la cual se pretende ser un complemento del mercado de valores mexicano y ampliar el menú de instrumentos y el impulso a la creación de nuevos productos que brinden la posibilidad de que más emisoras mexicanas utilicen la bolsa como medio de financiamiento. El surgimiento se da en un entorno macroeconómico de baja inflación, niveles históricos mínimos de tasas de interés y la relativa estabilidad cambiaria,³⁵ característica por la cual se ha aumentado el grado de confianza en México para la Inversión Extranjera.

El Mercado global BMV es, por lo tanto, un mecanismo diseñado para listar y operar en el ámbito de la Bolsa Mexicana de Valores, bajo el esquema regulatorio y operativo del SIC, valores que no fueron objeto de oferta pública en México, y que no se encuentran inscrito en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores, y que se encuentran listados en mercados de valores extranjeros que han sido reconocidos por parte de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores – Mercados Extranjeros reconocidos – o cuyos emisores hayan recibido el reconocimiento correspondiente por parte de la citada comisión, como Emisores Extranjeros reconocidos.

Por mercados extranjeros reconocidos, se conocen a las bolsas de valores en sus segmentos accionarios que operen en los países que formen parte del Comité

³³ Surgió en 1995 como condición necesaria para participar en los inicios de la globalización bursátil y financiera e incorporarse a la internacionalización ordenada del mercado accionario mexicano. Surgió como una sección internacional de la Bolsa Mexicana de Valores para el listado y negociación de valores extranjeros. Así, las BMV y la SD Indeval, establecieron la infraestructura inicial necesaria para la intermediación, compensación y liquidación de valores extranjeros en México. Guía operativa. Mercado Global BMV.

³⁴ BMV. Guía operativa. Mercado Global BMV. Mayo de 2003.
<http://www.bmv.com.mx/DOC/guiaoperativa.pdf>

³⁵ BMV. Boletín de Prensa. Mercado Global BMV. 29 mayo 2003.

Técnico de la Organización Internacional de comisiones de Valores y cuyas autoridades las consideran como mercado principal³⁶

Los Emisores extranjeros reconocidos son los títulos representativos del capital social de emisores extranjeros, cuyo mercado de valores de origen no haya sido reconocido por la Comisión, podrán ser listados en el SIC sin que sean aplicables las disposiciones para el reconocimiento de emisores extranjeros, siempre que dichos valores o sus emisores se encuentren listados o registrados en una bolsa de valores reconocida por la CNBV.

La regulación está determinada por la actual Ley del Mercado de Valores en sus artículos 107 al 111, la circular 10 – 176 y 10 – 177, la circular 10 – 188 y 10 – 188 bis, la 10 – 240, además del reglamento interior General de la BMV, el manual operativo de la BMV, el reglamento interior de SD Indeval, y el manual operativo de SD Indeval.

Los participantes en el proceso de colocación y operación de emisoras extranjeras en la BMV son la Bolsa Mexicana de Valores, Casas de Bolsa SD. Indeval, Custodio Extranjero, Inversionistas y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores³⁷, mientras que los posibles adquirientes de los valores listados son los inversionistas institucionales³⁸ y los inversionistas calificados.

En la primera etapa de la conformación del Mercado Global BMV, se recibió de parte de Deutsche Securities la solicitud para listar en el apartado de valores autorizados para cotizar en el sistema Internacional de Cotizaciones los títulos

³⁶ Basado en la circular 10 – 176 de la CNBV. <http://www.bmv.com.mx> Al momento se encuentran reconocidas las siguientes bolsas: American Stock Exchange, National Association of Securities Dealers, New York Stock Exchange, Australian Stock Exchange, Bolsa de Madrid, Euronext, Bolsa Italiana, Swiss Exchange, London Stock Exchange, Tokyo Stock Exchange, Stockholmsbörsen, Toronto Stock Exchange, Deutsche Börse AG, Hong Kong Stock Exchange.

³⁷ BMV. Guía operativa. Mercado Global BMV. Mayo de 2003.

<http://www.bmv.com.mx/DOC/guiaoperativa.pdf>

³⁸ De acuerdo con el artículo 122 de la LMV son las Instituciones de Seguros y Fianzas cuando invierten sus reservas técnicas, Sociedades de inversión, Fondos de Pensiones o jubilaciones de personal, complementarios a los que establece la Ley de Seguro social y de primas de antigüedad, que cumplan con los requisitos señalados en la Ley del ISR, así como a los demás inversionistas institucionales que la SHCP autorice expresamente, oyendo la opinión de la CNBV. Deberán ajustarse a las disposiciones legales aplicables a su régimen de inversión, en la realización de operaciones sobre acciones no inscritas en el Registro Nacional de Valores.

Los inversionistas calificados de acuerdo al artículo 111 de la LMV, será conforme lo señala la circular única de emisoras, aquella persona que mantenga en promedio durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1, 500, 000 unidades de inversión. Así mismo será necesario que proporcione a su casa de bolsa un escrito mediante el cual manifieste que sabe que dichos valores no se encuentran registrados en el registro de valores de la CNBV así, se entiende que asume los riesgos de invertir en este tipo de valores.

representativos del capital social de 29 emisoras norteamericanas. Dichos títulos cotizan en el mercado norteamericano tanto en el NYSE (New York Stock Exchange) como en el NASDAQ (National Association of Securities Dealers automated Quotation) y reciben el reconocimiento directo para cotizar de manera inmediata en el SIC.

Es relevante mencionar que en otros mercados internacionales las acciones extranjeras cotizan en la bolsa local con la modalidad de Certificados de Depósito, en la BMV serán listadas bajo la modalidad de acciones ordinarias, es decir, que la acción extranjera que el inversionista adquiera en la BMV será exactamente igual y fungible con las que se negocian en los mercados de origen, por lo cual los costos de administración y traspaso de dichos valores serán mucho menores al no tener que ser encapsulados dentro de un certificado para poder ser negociado en México.

De este modo se da el surgimiento al segmento global BMV – EUA y las emisoras autorizadas son las que se enuncian en el cuadro 1.

Cuadro 1. Características de las emisoras listadas en el segmento Global BMV - EUA.

	Empresa	Tipo de valor	Clave	Serie	sector	Ramo
1	3M COMPANY	IA	MMM	*	VII. Varios	I. Industria controladora
2	ALCOA INC	I*	AA	*	I. Extractiva	I. Industria Minera.
3	ALTRIA GROUP	IA	MO	*	II. Transformación.	VIII. Alimentos, bebidas y tabacos.
4	AMER EXPRESS CO	I*	AXP	*	VI. Servicios.	V. Grupos Financieros.
5	AT&T CORP	I*	T	*	V. Comunicaciones y transportes.	II. Comunicaciones.
6	BOEING CO	I*	BA	*	VII. Varios	II. Otros
7	CATERPILLAR INC	I*	CAT	*	VII. Varios	II. Otros
8	COCA COLA CO	I*	KO	*	II. Transformación.	VIII. Alimentos, bebidas y tabacos.
9	WALT DISNEY CO	IA	DIS	*	VII. Varios	II. Otros
10	DU PONT CO	I*	DD	*	II. Transformación.	I. Químicas y petroquímicas
11	EASTMAN KODAK	IA	EK	*	VII. Varios	Otros
12	EXXON MOBIL	I*	XOM	*	II. Transformación.	I. Químicas y petroquímicas
13	GENERAL ELEC CO	I*	GE	*	VII. Varios	I. Industria controladora
14	GENERAL MOTORS	IA	GM	*	VII. Varios	II. Torso
15	HEWLETT-PACKARD	I*	HPQ	*	VII. Varios	II. Torso
16	HOME DEPOT INC	I*	HD	*	IV. Comercio	I. Casas comerciales
17	HONEYWELL INTL	IA	HON	*	VII. Varios	II. Torso
18	INTL BUS MACHINE	I*	IBM	*	VII. Varios	II. Otros
19	INTL PAPER CO	I*	IP	*	II. Transformación.	II. Celulosa y papel.
20	JOHNSON&JOHNSON	IA	JNJ	*	IV. Comercio	I. Casas comerciales
21	JP MORGAN CHASE	I*	JPM	*	VI. Servicios.	V. Grupos Financieros.
22	MCDONALDS CORP	I*	MCD	*	VI. Servicios.	V. Otros servicios.
23	MERCK & CO	IA	MRK	*	IV. Comercio	I. Casas comerciales
24	PROCTER & GAMBLE	IA	PG	*	VII. Varios	I. Industria controladora
25	SBC COMMS	IA	SBC	*	V. Comunicaciones y transportes.	II. Comunicaciones.
26	UNITED TECH CP	I*	UTX	*	VII. Varios	II. Torso
27	WAL-MART STORES	I*	WMT	*	IV. Comercio	I. Casas comerciales
28	INTEL CORP	I*	INTC	*	VII. Varios	II. Otros
29	MICROSOFT CP	I*	MSFT	*	VII. Varios	II. Otros

Fuente: BMV. Guía operativa. Mercado Global BMV. Mayo de 2003

Como bien se menciona en la conformación del mercado global, la primera etapa es la ya mencionada con anterioridad, e indica la principal tendencia del mercado de valores mexicano, es decir, a la internacionalización del mismo y que se profundiza en la segunda etapa del desarrollo del mercado Global BMV, que se da con el listado de 13 series de bonos emitidos por el gobierno federal de los estados Unidos, conocidos como UMS que brindaran mayor oportunidad de diversificación

de portafolios con plazos que van desde 1 a 30 años³⁹. La estrategia de listar estos bonos es con la intención principal de recuperar el mercado de los bonos UMS, negociados principalmente en los mercados extranjeros. Además se integra ahora la parte del Mercado Global BMV – EUROPA junto con los valores listados el pasado 25 y 26 de Noviembre de 2003 y son los siguientes. (Ver cuadro 2)

Cuadro 2. Emisoras listadas en el mercado Global BMV – EUROPA.

País de origen.	Emisora	País de origen.	Emisora
Alemania	Deutsche Bank AG	Holanda	ING Group
Holanda	ABN Amro Holding NV	Inglaterra	Lloyds TSB Group Plc
Holanda	Aegon NV	Francia	L'oreal SA
Inglaterra	Anglo american Plc	Suiza	Nestle SA
Alemania	Allianz AG	Finlandia	Nokia Corporation
Francia	AXA	Suiza	Novartis AG
Inglaterra	Astra Zeneca Group Plc	Holanda	Royal Philips Electronics
España	BBVA	Inglaterra	Prudential Plc
España	Banco SCH	Suiza	Roche Holdings AG
Inglaterra	Barclays Plc	Inglaterra	The Royal Bank of Scotland Group Plc
Alemania	BASF AG	Holanda	Royal Dutch Petroleum Company
Alemania	Bayer AG	Alemania	SAP AG
Francia	BNP Paribas	Inglaterra	Sheli Transport & Trading Co. Plc
Inglaterra	BP Plc	Alemania	Siemens AG
Inglaterra	Bt Group Plc	Francia	Suez SA
Suiza	Credit Suisse Group	Suiza	Swiss Reinsurance
Alemania	Daimler Chrysler AG	España	Telefonica SA
Alemania	Deutsche Telecom AG	Italia	Telecom Italia SpA
Inglaterra	Diageo Plc	Inglaterra	Tesco Plc
Alemania	E. On AG	Francia	Total SA
Italia	Eni - Ente Nazionale Idrocarburi SpA	Suiza	UBS AG
Bélgica	Fortis	Inglaterra	Unilever Plc
Inglaterra	Glaxo Smith Kline	Inglaterra	Vodafone GroupPlc
Inglaterra	HBOS Plc	Inglaterra	HSBC Holding Plc

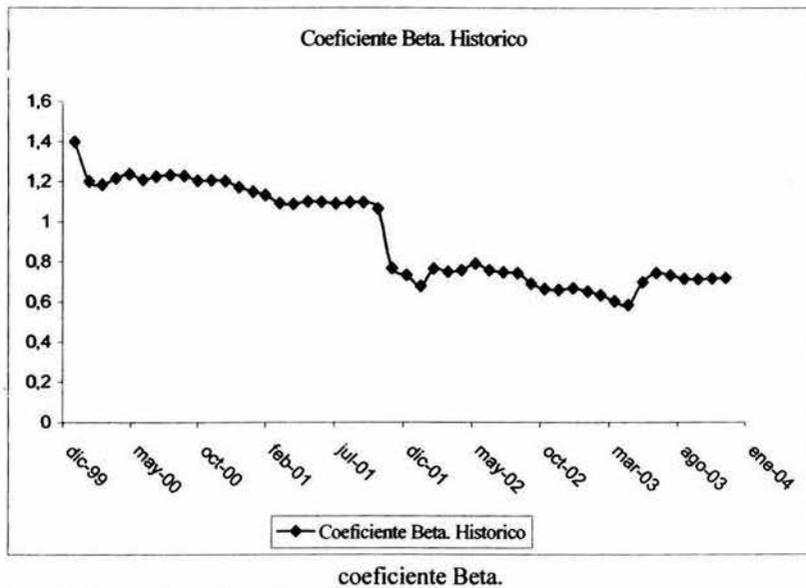
Fuente: Mayoral Jiménez Isabel. Continúa la internacionalización de la BMV. El Financiero 26 de Noviembre de 2003.

Indudablemente la tendencia del mercado es hacia la internacionalización del mercado, creando condiciones para que los inversionistas puedan tener mejores oportunidades de inversión en el territorio nacional, esto a la vez tiene una parte positiva en el sentido de que se reduce la dependencia económica que tiene el país con la economía estadounidense, como consecuencia de que ahora, se ha abierto con

³⁹ Mayoral Jiménez Isabel. Continúa la internacionalización de la BMV. El Financiero 26 de Noviembre de 2003.

el mercado europeo. Esta relación puede observarse en la disminución del valor del coeficiente Beta⁴⁰ “ β ” a partir de 2000 hasta fines de 2003, (ver grafica 1) que aunque se observa que en 2003 nuevamente creció el coeficiente, depende en medida de la recuperación la economía norteamericana, que tuvo efecto sobre el mercado mexicano, pero que de igual forme mantiene una tendencia a la baja

Gráfica 1. Dependencia del mercado mexicano con el estadounidense basado en el



Fuente: Elaboración propia con datos de INEGI.
Relación de IPC y Dow Jones.
Relación del mercado nacional y el estadounidense. Se tomaron en cuenta los rendimientos del mercado mexicano (IPC) y los del Dow Jones.

Sin embargo, esto no indica que se creen mejores oportunidades para el inversionista mexicano, al menos no para todos, ya que el monto mínimo de inversión es muy alto y no es posible contar con estos requerimientos, por lo que se convierte de igual manera en un mercado limitado y concentrado, lo que lleva a las

⁴⁰ La Beta “ β ” es la relación entre la covarianza del rendimiento de la acción y el rendimiento del mercado, con la varianza del rendimiento del mercado. La Beta (β), es un factor que mide la sensibilidad entre la rentabilidad de la acción y la del mercado, es decir, indica cuanto rinde la acción por cada punto que rinde el mercado. Guzmán Plata, Ma. De la Paz. “los modelos CAPM y ARCH-M. Obtención de los coeficientes Beta “ β ” para una muestra de 33 acciones que cotizan en la BMV.”

familias y microempresas a buscar otras alternativas de financiamiento que ocasiones regresan a las antiguas modalidades de las que me ocupare mas adelante.

Existe también un eje a seguir, en lo que se refiere a las bolsas de valores y es de gran relevancia pues cambia la estructura de estas, de forma cerrada a sociedades anónimas abiertas.

5.5 Desmutualización de la Bolsa.

En el ámbito económico actual regido por la globalización, sin lugar a dudas el principal factor de cambio generado es el de la competitividad o el intento de serlo, mismo que ha tenido un profundo impacto en cada uno de los sectores económicos, y bajo estas condiciones las bolsas han respondido en busca de ser partícipes de este entorno y tener mayor presencia internacional.

La competencia en su expresión moderna es la forma mediante la cual no se permite tomar un momento de descanso, se realizan cada vez mas grandes esfuerzos para lograr mejores resultados en los corporativos, condiciones que han llevado a la creación de empresas multimillonarias – principalmente las transnacionales – que forman empresas muy ricas, y a la vez sociedades muy pobres, esto es, por una mala distribución del ingreso, pero esta, es otra historia.

Las bolsas de valores inmersas en la ola de cambios mundiales, la globalización de los mercados, revolución tecnológica y la aparición de nuevos competidores, han provocado que las tradicionales estructuras de las bolsas estén quebrantándose, y se pierdan los últimos vestigios de institución pública, aquella relación de Bolsa – Estado Nacional.

Los mas recientes competidores son las redes electrónicas de comunicación y sus sistemas alternativos de negociación, empresas de tecnología (Sociedades de Inversión) que utilizando los canales de Internet ofrecen los servicios tradicionales de las bolsas razón por la cual ha incrementado el numero de estas (ver gráfica 2), además de sus activos que han crecido en un 453.4%⁴¹ de 1990 a 2003, favorecidas por el decreto del 4 de junio de 2001⁴² en el que se establece un nuevo enfoque al definir nuevas reglas en el gobierno corporativo de las mismas, como ampliar los

⁴¹ Calculo realizados con datos de <http://www.enbv.gob.mx> y la DGSV.

⁴² Diario Oficial de la Federación... 4 de junio de 2001.

activos en los que pueden invertir y permitir la subcontratación de algunos servicios, buscando que las sociedades de inversión sean el canal principal a través del cual el gran público inversionista pueda acceder al mercado de valores.

Gráfica 2. Incremento de las Sociedades de Inversión en México 1990 – 2003.



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.cnbv.gob.mx> y DGSV.
Datos hasta Junio de 2003.

Frente a esta forma de competencia, las bolsas ha hecho cambios importantes, como el de manifestar su independencia como empresas, y reforzar los vínculos existentes entre sí, encontrando estructuras de cooperación, manifestándose en procesos de fusión, interconexión o alianzas estratégicas a nivel de países y regiones. Este proceso se dio en primera instancia con las bolsas españolas, lo mismo que de Australia y Brasil (exceptuando el Bovespa que sigue funcionando como Bolsa independiente). En segundo caso las Bolsas de los países del norte de Europa, Estocolmo, Copenhague, Oslo y Reykjavik, que conforman el mercado NOREX, y las bolsas de la zona del euro Paris, Ámsterdam y Bruselas que se fusionaron en EURONEXT, incluso la promoción de alianzas transcontinentales como el proyecto para fusionar las bolsas de Londres y Francfort, al firmar un pre – acuerdo con las bolsas de Madrid y Milán y realizar una alianza con NASDAQ que se constituiría el

segundo bursátil en tamaño en el mundo después de la Bolsa de Nueva York,⁴³ en el mismo sentido se encuentra la propensión a la desmutualización lo cual es un:

*“Proceso de tendencia mundial, donde las Bolsas de Valores se convierten de entidades no lucrativas administradas por sus miembros, a empresas (sociedades anónimas) con fines de lucro y controladas por accionistas.”*⁴⁴

La desmutualización implica que las bolsas tienden a organizarse como sociedades abiertas y lleguen a cotizar en el mercado público. Comúnmente se realiza en tres etapas. La primera consiste en constituir una sociedad anónima y asignar un valor de intercambio de la membresía por un número determinado de acciones. La segunda etapa consiste en dar acceso a la operación a más participantes, aún sin ser accionistas de la Bolsa. Más aún, los sistemas electrónicos de operación hacen posible este acceso tanto para entidades nacionales, como para las extranjeras. La tercera y última etapa, consiste en listar las acciones de la propia Bolsa de Valores en la Bolsa de Valores local. Algunas de las Bolsas que han realizado este proceso completo son Alemania, Euronext (París, Bruselas y Ámsterdam), Australia y Londres.⁴⁵

Ya como sociedades abiertas anónimas existe una mayor probabilidad a que orienten su actividad a la obtención de beneficios, mediante el cobro de los servicios que prestan, y sacrificando las funciones esenciales de regulación y gestión de la negociación.⁴⁶

En el caso de la bolsa mexicana en seguimiento de las tendencias mundiales y del cambio de la legislación, se ha dado inicio con el proceso de su desmutualización, pero hasta la fecha sus accionistas son las casas de bolsa autorizadas, las cuales poseen una acción cada una. Pero cabe hacer mención de manera importante, que este proceso de desmutualización de la BMV se perfecciono a partir de la reforma a la Ley del Mercado de Valores en 2001, donde se dio acceso a los sistemas de negociación de la BMV a 3 casas de bolsa bajo la nueva figura del “Miembro no accionista” aceptando a ABN AMRO Securities (México), Credit

⁴³ La necesidad de desarrollar el mercado de valores. http://www.supervalores.gov.co/ig_marco.htm

⁴⁴ Definición de la BMV.

⁴⁵ <http://www.bmv.com.mx>

⁴⁶ Abad Díaz David. Resumen de: Demutualización and Corporate Governance of Stock Exchanges Primavera de 2002.

Suisse First Boston (México) y Banc of America Securities.⁴⁷ De esta forma la integración de la BMV en el contexto internacional es inevitable, pero no debe dejarse de lado a los principales hacedores del mercado, los oferentes y demandantes mexicanos que necesitan recursos frescos que se obtiene por medio de la bolsa.

5.6 Alternativas de financiamiento. Consecuencias de la Reforma Financiera.

Las condiciones impuestas por el interés de integrarse en la economía global genera grandes brechas entre los participantes del mercado, o dicho en otras palabras, de aquellos que requieren del fortalecimiento mediante los recursos de que pueden hacerse llegar mediante el mercado bursátil o incluso de las oportunidades bancarias y los que tienen la posibilidad de participar en el mismo.

Al convertirse el mercado bursátil, en sociedad anónima, limita a los participantes, pues esta de por medio el interés del mercado mismo, y tiene la ventaja de determinar quien puede ingresar en el mercado.

Pero no es solo eso, al parecer, la prioridad es mantener la desigualdad entre entidades económicas de las cuales las más perjudicadas son las micro, pequeña y mediana empresa (MPYMES) pues hasta el sistema tributario mexicano limita su desarrollo y por ende su crecimiento.

Resulta lógico suponer que para el establecimiento de tributos se deba tener en cuenta que no todas las personas tienen la misma capacidad económica y administrativa para las obligaciones fiscales, además de que si el sistema tributario es demasiado complejo, se genera mayor evasión e inseguridad jurídica, incrementándose el costo de recaudación tanto para las autoridades como para los contribuyentes.

No ha existido política tributaria que estimule el desarrollo de la planta productiva, principalmente de las MPYMES, además de que la competitividad de las mismas se ve afectado por el mismo sistema tributario en virtud de que resulta costoso en cuanto a su administración y control.

En la ley del ISR se han creado regímenes que otorgan privilegios a determinados sectores, que en algunos casos han sido producto de presiones como el

⁴⁷ BMV. Comunicado de prensa. 28 de abril de 2003.

caso de los transportistas, o que abusan de diferentes opciones fiscales que ofrece la ley como la constitución de cooperativas con el efecto de tener exenciones mayores, o el caso del campo, donde el sistema tributario solo ha beneficiado a grandes empresas, muchas de ellas transnacionales.⁴⁸ Por otro lado, la restricción del crédito por parte de la banca también genera inestabilidad en el desarrollo de las MPYMES.

Podemos recordar que con las condiciones económicas existentes a principios de la década de los 90 fue posible por parte del empresariado, emprender proyectos agresivos de crecimiento, pero la situación con la crisis de 94 – 95, las cosas cambiaron, poniendo en grave peligro al sistema bancario mexicano, por lo que los nuevos créditos son prácticamente inexistentes y prohibitivos en su costo, y pocos proyectos pueden soportar las condiciones actuales del crédito, mientras que las instituciones financieras del extranjero han limitado sus préstamos a las empresas de mas alto rango crediticio y con garantías basadas en sus exportaciones o con el aval de sus empresas matrices en el extranjero.⁴⁹

Lo importante a destacar es que la crisis bancaria y financiera, aun a pesar del rescate gubernamental mediante el Fobaproa (ahora IPAB) ha llevado a un incompetencia del sector bancario en su obligación de financiar la actividad económica, lo cual ha obligado al sector privado a buscar fuentes alternativas de financiamiento, pero el problema no se limita a la banca comercial, sino que la banca de segundo piso – Banca de desarrollo – como consecuencia de la misma reforma financiera ha disminuido su participación y las MPYMES están menos posibilidades de obtener recursos frescos.⁵⁰ De hecho la propia Secretaría de Hacienda y Crédito Público reconoció que solo el “1%” de la MPYMES que inician operaciones obtienen algún apoyo crediticio,⁵¹ además, el programa de microcréditos impulsado por la Secretaria de Economía no cumple con las expectativas de los microempresarios ya que de acuerdo con un estudio realizado por la Cámara

⁴⁸ Martínez Granados María Antonieta. El Sistema Tributario Mexicano: Sus efectos en la descapitalización y competitividad de la MPYMES. Seminario. Estructuras Financieras. Fragilidad y cambio. IIEc. UNAM. 2001.

⁴⁹ B. Rhoads John. Mercado de valores para empresas medianas y pequeñas. Edit. IMEF e IMCP. México 1997. Pág. 8 – 13.

⁵⁰ Los datos del Banxico revelan que el financiamiento canalizado por la banca de desarrollo al sector privado tuvo una caída consecutiva las ocurridas de 1996 a 2001 de 5%. Banco de México. Informe anual 2000.

⁵¹ Manrique Irma. Financiamiento alternativo: Respuesta al reto que pone la reforma Financiera. Seminario: Estructuras Financieras. Fragilidad y Cambio. IIEc. UNAM 2001.

Nacional de Comercio en Pequeño (CANACOPE), se requiere un mínimo de 18 mil y hasta 100 mil pesos para el impulso y con tasas preferenciales.

Una alternativa frecuentemente utilizada es el crédito prendario, es decir, los créditos otorgados a quienes entregan una prenda en garantía.⁵²

Toman importancia también, las estrategias de ahorro entre familias y personas de bajos ingresos, que son muchas veces en formas de ahorro no monetario, como construcciones, herramientas y otros activos, también se cuentan en este aspecto el ganado y las aves de corral, que generan intereses al tener crías, o producir leche y huevos.⁵³ Existen también las Redes Sociales de Asistencia Mutua (RSAM) caracterizado por el aprovechamiento de los recursos sociales y operan con base en el intercambio recíproco entre iguales, aunque se basa en relaciones tradicionales de familias o amistad.⁵⁴

Otros proyectos realizados son el CAME o Centros de Apoyo al microempresario y distintas formas de apoyo de tipo regional⁵⁵.

Esto significa un retraso en la actividad económica, pero las condiciones actuales obligan a la aparición de estas fuentes, que se basan ya no en el interés de mantener y crecer un buen negocio si no como un medio de subsistencia.

5.7 Futuro del principal indicador del mercado de capitales mexicano el IPC. Un análisis de Series de tiempo.

Para la evaluación del mercado accionario mexicano se cuenta con el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC), el cual es el principal indicador de la Bolsa Mexicana de Valores, que expresa el rendimiento del mercado accionario, en función de las variaciones en los precios de una muestra balanceada, ponderada y representativa de acciones cotizadas en bolsa.⁵⁶

La revisión de la muestra radica en criterios establecidos de acuerdo al número de empresas que reúnan todos los criterios establecidos con las

⁵² Periódico Novedades. Declaraciones del Presidente de la Asociación Internacional de Entidades de Crédito Prendario. 12 Marzo de 2001.

⁵³ Manrique Irma. Financiamiento alternativo: Respuesta al reto que pone la reforma Financiera. Seminario: Estructuras Financieras. Fragilidad y Cambio. IIEc. UNAM 2001.

⁵⁴ Ibidem.

⁵⁵ Ibidem.

⁵⁶ Definición tomada de la página electrónica de la BMV.

http://www.bmv.com.mx/BMV/HTML/sec2_metcaluloipc1.html

características del mercado mexicano, con la amplitud suficiente para no catalogarse como un índice limitado.

Para la elaboración de modelo de pronóstico, se toma el IPC como variable principal, y se emplea la metodología de Box – Jenkins.⁵⁷

El índice de precios y cotizaciones y el mercado accionario en general, ha atravesado por diferentes momentos en la actividad económica nacional, y de manera notoria durante la década pasada, que registro desde un considerable auge del mercado ocasionado por la apertura comercial que dio certidumbre a los mercados y como consecuencia de ello mayores oportunidades de inversión, hasta la gran crisis del 95 que fue considerada como “La primera crisis global del siglo XXI”⁵⁸ por lo tanto es obvio encontrar considerables cambios en el principal indicador accionario.

Analizar el IPC representa una ardua tarea en el sentido del cambio de políticas implementadas en la nación, como parte de las cartas de intención dadas a México en el consenso de Washington, y por medio de las cuales se define la forma en que se integra la nación en el mundo global, aceptada por los dirigentes de la política económica en México.

Basado en la metodología mencionada, la estructura de la regresión de pronóstico es la siguiente⁵⁹:

ARIMA (15, 1, 27)

cuya especificación o formación estructural queda especificada de la siguiente manera, con base a los procesos que será incluidos en el modelo.

$$\Delta(\text{IPC}) = \beta_0 + \Phi_{13}Y_{t,13} + \Phi_{15}Y_{t,15} + Ut - \theta_1U_{t-1} - \theta_3U_{t-3} - \theta_6U_{t-6} - \theta_{18}U_{t-18} - \theta_{19}U_{t-19} - \theta_{27}U_{t-27}$$

⁵⁷ La metodología de Box – Jenkins, es un cuerpo metodológico destinado a identificar, estimar a diagnosticar modelos dinámicos de series temporales en los que la variable tiempo juega un papel importante.

⁵⁸ Girón Gonzáles, Alicia. “Crisis Financieras” UNAM – IIEc. 2002. Pág. 50

⁵⁹ El desarrollo del modelo se muestra en la parte del anexo del presente trabajo.

Donde, expresado en términos de sus parámetros:

$$\Delta(\text{IPC}) = 44.18651 - .238627Yt_{.13} - .214828Yt_{.15} - (+.177514Ut_{.1}) - .241910Ut_{.3} - .236320Ut_{.6} - .178534Ut_{.18} - .243569Ut_{.19} - (.300340Ut_{.27})$$

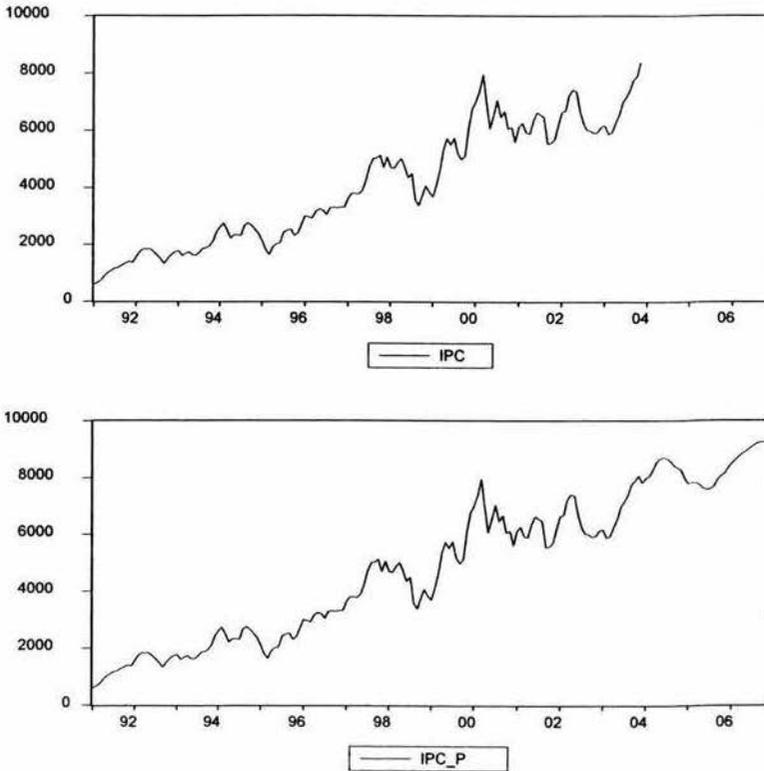
El pronóstico se realiza a partir de la esperanza de la ecuación que en base a las representaciones generadas por e-views son las siguientes:

Substituted Coefficients:

$$D(\text{IPC}) = 44.18651467 + [\text{AR}(13)=-0.2386273302, \text{AR}(15)=-0.2148276641, \text{MA}(1)=0.1775141848, \text{MA}(3)=-0.2419095241, \text{MA}(6)=-0.2363200854, \text{MA}(18)=-0.1785342123, \text{MA}(19)=-0.2435691763, \text{MA}(27)=0.3003397586, \text{BACKCAST}=1992:05]$$

De acuerdo a resultados obtenidos (Ver grafica 3) se ve el posible resultado de la variable, misma que sigue el comportamiento registrado por datos históricos, de este modo se puede decir que el modelo es optimo para predicción.

Gráfica 3. Futuro comportamiento del indicador del mercado. IPC.



Según el pronóstico por este método, hasta el 2006, el mercado presenta consistencia en su comportamiento histórico, sin embargo cabe recordar que el modelo no asocia comportamientos geopolíticos.

No obstante, es importante mencionar la posibilidad del surgimiento de alguna crisis, en el mercado en general, que redundando, no puede ser necesariamente asociado a su comportamiento, sino como parte inherente del mismo sistema mejor conocida por la Hipótesis de Minsky de la Inestabilidad Financiera.

Este tipo de inestabilidad responde de alguna manera al comportamiento cíclico de la economía, pues como es sabido, esta presenta auges y depresiones, en

este sentido, el comportamiento del mercado se altera mediante estas variaciones mediante el siguiente comportamiento.

De acuerdo con Minsky, la fragilidad Financiera dependerá de las estructuras de los portafolios de las empresas y los bancos, principalmente de la estructura de endeudamiento, misma que esta en función de la percepción que tengan los agentes productivos sobre el futuro, donde juega el papel central la incertidumbre. Para Minsky las empresas pueden asumir tres estructuras diferentes de portafolio conservadoras, especulativas y arriesgadas (Ponzi)⁶⁰.

Esta situación de inestabilidad financiera surge aún en periodos de auge, momento en el cual los bancos están en posibilidad de cumplir con su propósito de otorgar financiamiento, razón por la cual se incrementa la oferta de financiamiento brindando un estímulo a las empresas a realizar inversiones acompañado de tasas interés bajas, es decir, en términos generales aumenta la demanda de financiamiento como causa de un aumento en la oferta del mismo.

El problema es que el tiempo de recuperación de la inversión y la generación de utilidades es mucho mayor que el tiempo en que se hace el desembolso de los recursos, llegando a situaciones en las que las empresas necesiten de nuevos refinanciamientos para cubrir los pagos de la deuda y de los intereses generados por la misma, pero dadas las situaciones de otorgamiento de créditos de los bancos y el incremento de la demanda, llega el momento en que éstos restringen el crédito e incrementan sus tasas de interés porque sus activos líquidos se han disminuido. La consecuencia es que la necesidad del crédito y la reducción del financiamiento además de las altas tasas de interés, llevan al incumplimiento de pagos de deuda. Esta inestabilidad generada del auge a la restricción del financiamiento tiene diferentes efectos en las distintas estructuras de las empresas con financiamiento.

En las empresas conservadoras se presentan menos problemas, pues sus obligaciones no aumentan al no requerir de créditos adicionales para operar, pero su

⁶⁰ Minsky se refiere a las empresas cubiertas o conservadoras en las que los compromisos de pago de deuda son menores a los ingresos esperados, es decir, que tienen margen de maniobra ante posibles contingencias, las especulativas, se caracterizan precisamente como su nombre lo indica, por ser especulativas, las cuales tendrán carteras donde la deuda le generaran compromisos de pago de acuerdo a sus ingresos esperados, con la excepción del primer periodo, donde las obligaciones superan los ingresos, por lo que nuevamente necesitaran financiamiento, pero pasado este periodo generaran los ingresos suficientes para cubrir sus pagos, por último, las empresas Ponzi., que no solo necesitan de refinanciamiento para cubrir sus amortizaciones en la fase inicial, sino incluso para pagar los intereses, necesitan mas refinanciamiento que las empresas especulativas.

valor de mercado decrece en virtud de que sus utilidades futuras se capitalizan a una tasa de interés mayor, y corre el riesgo de convertirse en una estructura especulativa. Para las empresas especulativas además de disminuir su valor de mercado, por el alza de las tasas de interés a que se descuentan, sus utilidades futuras también se descuentan, se disminuyen su corriente de ingreso al elevarse el costo de financiamiento adicional que necesitan para operar, y pueden cambiar su estructura a Ponzi, las cuales, están condenadas y pueden ser declaradas en bancarota, pues el financiamiento que ahora requerirán no será únicamente para realizar sus obligaciones de pago, sino para cubrir también los intereses que sean generados por el principal del financiamiento. Estas empresas verán incrementado el costo de su deuda en mayor proporción y al disminuir sus ingresos futuros pueden entrar en insolvencia de forma más rápida que las anteriores.⁶¹

Esta situación indica que ante la evolución natural del sistema financiero se tiene la posibilidad de caer en recesión, siendo los prestatarios los principales afectados, quedando con mínimas posibilidades de crecimiento y limitadas a las inversiones que puedan hacerse llegar mediante su propio financiamiento interno, es decir, con la reinversión de utilidades o la capacidad de nuevas aportaciones de capital social.

Estos efectos dejan a las empresas en situaciones vulnerables y con una mala imagen ante la comunidad bursátil, y no es de sorprender que los capitales decidan retirarse o escoger el camino fácil de realizar inversiones de corto plazo o con fines meramente especulativos, esperando oportunidades que les brinden altos rendimientos sin preocuparse por las formas que puedan existir para hacer competentes a las empresas nacionales.

La razón de presentar esta situación es para mostrar que aún ante auge económico y condiciones óptimas de crecimiento, existe la posibilidad de pasar a una crisis por el solo comportamiento del mercado, que además, se encuentran apoyadas por la misma política monetaria implantada en el país del control inflacionario y la reducción de la participación del estado en la regulación del mercado, condenando de este modo a una situación de continuidad en bajos rendimientos, como consecuencia

⁶¹ Levy, Noemí. "Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994" Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001. Pág. 95

principal una baja competitividad en el mercado internacional y el desplazamiento del mismo.

CONCLUSIONES

La estructura económica mundial esta evolucionando a pasos gigantes, cambiando las formas de los gobiernos nacionales, las costumbres sociales y culturales, hacia un mercado abierto, de tal modo que ya no existe un mercado exclusivo de bienes y servicios, sino la libre circulación de capitales, mismo que tiene mayor relevancia y preferencia. Ante esta forma de libre mercado, las naciones han adoptado condiciones para que puedan ser participes de la economía global, en el que el nivel de competitividad por cada uno de los agentes económicos es indispensable para mantenerse en el mercado. Los gobiernos adoptan las condiciones con la creencia de obtener como resultado un aumento en el nivel de competitividad a nivel interno y externo, lo que resultaría ser un poderoso medio para mejorar el desempeño económico. Sin embargo, las condiciones no son las óptimas para lograrlo, han quedado severos rezagos en distintos sectores económicos y sociales que no pueden ajustarse mediante fuerzas de mercado. Los cambios que México ha realizado en referencia al proceso de apertura financiera, se dieron con la intención de garantizar a los intermediarios financieros nacionales e internacionales, un ambiente que les permita establecer su estructura operativa y de capital, pues son estos, los que aportan grandes cantidades de flujos financieros al país.

La crisis económico – financiera de finales de 1994 obligo a las autoridades a abrir la posibilidad para que el capital externo pueda participar fuertemente dentro del capital social de los intermediarios financieros (bancos), que en términos generales, y para fines de 2003, representa cerca del 80%¹ del total nacional de participación en la banca múltiple, dentro de los principales intermediarios financieros en el país.

Es evidente que las reformas financieras aplicadas, han reducido la libertad de intervención de las autoridades nacionales para reaccionar ante posibles quebrantos en la economía. En la actualidad, el eje principal de la política

¹ Seminario, La Banca Central y la Política Monetaria en México. Mayo de 2004. Banco de México. CD – ROM.

económica, esta siendo desempeñada principalmente y casi de manera exclusiva por el Banco de México, mediante la adopción de una política anti inflacionista y restrictiva, monetarista en lo absoluto, utilizando el ya tan mencionado “corto” que no es otra cosa que dejar corto al mercado en su demanda de dinero, presionando las tasas de interés al alza, limitando un incremento en la demanda y por consiguiente en la producción, por lo que mediante esta forma, será difícil propiciar el crecimiento económico. Esta medida restringe el crédito, por lo que obtener un crédito bancario es extremadamente costoso, e inevitablemente se posponen por tiempo indefinidos los planes de inversión por parte de las empresas, del mismo modo, y casi como regla generalmente aceptada, un incremento en la tasa de interés, lo que disminuye el crecimiento de la bolsa de valores.

Bajo esta perspectiva, al limitar el crecimiento de las empresas, estas no pueden alcanzar, niveles óptimos de eficiencia que les permitan generar o cubrir los requisitos para obtener financiamiento por vía de la Bolsa de Valores, mediante la colocación de acciones, que de antemano, son muchos y casi imposibles de cubrir incluso para incorporarse en el mercado de la mediana empresa, situación que se presta, para que las empresas que si tienen las condiciones, sean quienes representen el mercado de manera muy concentrada, como se demostró en el presente trabajo. Esta alta concentración limita la liquidez del mercado, característica principal de un mercado de capitales global, pues en caso de ofrecer un título, no existirá una contraparte que quiera adquirir el título, diferencia importante que se tiene en comparación con los mercados de capitales en otras naciones, incluso en mercado emergentes como el caso de Brasil.

La base sobre la cual se sustenta el funcionamiento del mercado de capitales, están sentadas sobre supuestos de mercados eficientes, es decir, sobre mercados que encontrarían su equilibrio mediante fuerzas de mercado, pero no es así, los recursos no se distribuyen racionalmente, pues el ser humano por naturaleza es ambicioso, y busca la forma de encontrar mayores beneficios con los costos y los riesgos menos posibles, presentándose el problema de operar en mercados – principalmente los de América Latina – con problemas de información asimétrica, favoreciendo las grandes entradas de capital pero en inversiones de corto plazo y principalmente en el mercado de dinero, con títulos de deuda corporativa o gubernamentales pero cuyo riesgo es

menor, y solo se basan en información como el riesgo país y las respectivas calificaciones otorgadas a los emisores de dichos títulos.

De este modo, los conglomerados financieros e industriales de países, entre ellos México, han mostrado ya el fenómeno denominado como evicción, que consiste en sustituir inversiones directamente productivas, por inversiones financieras, causando una autonomización de la economía financiera respecto de la economía real, resultando inviable en el largo plazo, pues tiende a reducir el crecimiento del ingreso real al tiempo que eleva el nivel de endeudamiento de los agentes económicos. Esta situación justifica la razón por la cual los precios de los títulos bursátiles se encuentren alejados de los fundamentales, esto es, que el precio de estos instrumentos no está sustentado sobre un crecimiento real de la emisora a quien representa, sino que, está basada en algo ficticio, en meras especulaciones, pues carece de la conexión alguna de las variables que dicen representar. Así, la manía especulativa ha generado una estructura financiera extremadamente frágil, por lo que un estallido abrupto en la burbuja especulativa, tal y como en algún momento lo reconoció Alan Greenspan, puede desatar un proceso recesivo de incalculables consecuencias. Esta situación se sustenta en la razón de que en el mercado mexicano de capitales, los resultados en los múltiplos de mercado como precio/valor en libros y precio/utilidad, no muestran signos de recuperación, demostrando de esta manera que la mayor parte de las transacciones en el mercado son de especulación.

Esta situación se presenta principalmente en mercados emergentes, pues explica la atracción de rendimientos más altos, y cuando los operadores advierten que las condiciones están cambiando en un determinado país y a su juicio creen que la situación no sea sostenible, deciden salir abruptamente y realizar las ganancias acumuladas durante el boom, precipitando con esta acción, una crisis financiera, mismas que se caracterizan por ser el inicio de ataques especulativos sobre las monedas provocando estampidas de salida de los capitales, lo que lleva a un efecto dominó en otros países que tienen condiciones semejantes.

Este conjunto de situaciones ponen a las empresas mexicanas en franca desventaja, y prueba de ello es la última declaración de que México ocupa uno de los últimos lugares en lo que a competitividad se refiere, y las empresas ya no buscan

alternativas de financiamiento para emplazar nuevos proyectos productivos sino como una forma de subsistencia.

No obstante estas situaciones, se continua con la marcha del mercado de valores mexicano hacia la internacionalización del mismo mediante el mercado global, en virtud de que se ha autorizado la operación de valores de corporativos extranjeros de los mercados mas importantes como son el de Estados Unidos y de Europa, que además, tienen la posibilidad de obtener los rendimientos de acuerdo el comportamiento del mercado de origen, dando certidumbre de igual manera a rentabilidades seguras en inversiones ajenas a los corporativos nacionales. Se incluye además bajo el mismo lineamiento, el actual auge de desmutualización, proceso mediante el cual, la misma Bolsa de Valores Mexicana se incorporara a cotizar títulos emitidos por si misma obedeciendo así, a la tendencia general de los mercados de valores mundiales.

Por otra parte, pero bajo el mismo lineamiento, la política fiscal nacional, no es una política que se adecue a las necesidades del empresariado mexicano, y no existen estímulos de carácter fiscal ya sea hacia la innovación o la inversión que propicie por algún modo, sino bien una mejora, si un ahorro, pero sigue bajo la línea de incrementar de manera progresiva el porcentaje de captación tributaria, según la meta de llegar a los niveles presentados en países que pertenecen al grupo de la OCDE, es decir, a niveles de captación tributaria de cerca del 60% con respecto del PIB.

Es importante mencionar que al cumplir con cada una de los supuestos de mercado abierto, se cumplen las condiciones básicas para servir al gran capital y quedan subordinados los gobiernos a sus mandatos, y tengan que emprender planes de protección ecológica para que estas empresas puedan servirse de estas reservas a cambio de mantener sus inversiones dentro del país.

La forma mediante la cual México ingresa a la economía mundial, deja pocas posibilidades de crecimiento en el corto plazo y gran incertidumbre en el largo, lo que debe llevar a reconsiderar la política económica implementada, pues la situación que estamos viviendo ha demostrado que los costos de abrir aceleradamente los sectores económicos pueden superar por mucho, sus posibles beneficios, por lo que en materia financiera mas que buscar medidas de aperturas desesperadas, hay que

trabajar en la formación de una política financiera, monetaria y fiscal vinculada a un plan de desarrollo de carácter global sin olvidar la parte más importante de una nación, “su gente.”

ANEXO.

La metodología de Box – Jenkins.

Bajo el lineamiento de análisis de series de tiempo y de la metodología de Box – Jenkins, el comportamiento y análisis de la serie IPC, será analizada conforme a valores observados en el tiempo en la variable sin tomar en consideración otras variables económicas.

La principal condicionante para poder realizar análisis y pronóstico de una serie de tiempo es que contenga un proceso estocástico estacionario que en términos generales:

“se dice que un proceso estocástico estacionario es estacionario si su media y su varianza son constantes en el tiempo y si el valor de la covarianza entre dos periodos depende solamente de la distancia o rezago entre dos periodos de tiempo y no del tiempo en el cual se ha calculado la covarianza”

Para entender esta afirmación, encontramos con que es el IPC una serie de tiempo estocástica con las siguientes propiedades.

$$\begin{aligned} \varepsilon(\text{IPC}) &= \mu < \infty \\ V(\text{IPC}) &= \sigma^2 \text{IPC} < \infty \\ \text{Cov}(\text{IPC}_{-t}, \text{IPC}_{-s}) &= \rho_{ts} < \infty \\ & t = (1, 2, 3, 4, \dots) \\ & s = (1, 2, 3, 4, \dots) \quad t \neq s \end{aligned}$$

Se basa en la técnica conocida como la de los modelos ARIMA, cuyo énfasis de métodos de predicción se es el del análisis de las propiedades probabilísticas, o estocásticas, de las series de tiempo económicas por si mismas bajo la filosofía de *“permitir que la información hable por si misma”* donde la variable en análisis puede ser explicada por losa valores pasados o rezagados de si misma, y por los términos estocásticos de error.

La palabra ARIMA significa modelos autorregresivos integrados de media móvil. Se define un modelo autorregresivo si la variable endógena de un periodo “t” es explicada por las observaciones de ella misma correspondientes a periodos anteriores añadiéndose, como en los modelos estructurales, un error.

Los modelos autorregresivos se abrevian con la palabra AR tras la que se indica el orden del modelo: AR(1) AR(2)..., El orden del modelo indica el numero de observaciones retrasadas de la serie temporal analizada que interviene en la ecuación.

La expresión genérica de un modelo autorregresivo, de orden AR(p) será la siguiente.

$$Y_t = \beta_0 + \Phi_1 Y_{t-1} + \Phi_2 Y_{t-2} + \dots + \Phi_p Y_{t-p} + U_t$$

¹ N. Gujarati Damodar. Econometría 3ra Edición. Edit. McGraw Hill- Colombia 2001. Pág. 697.

Que de manera abreviada se puede expresar de la siguiente forma:

$$(\Phi)Y_t = \beta_0 + U_t$$

Bajo términos normales se suele trabajar con modelos autorregresivos bajos, como AR(1) o AR(2), o bien ordenes coincidentes con la periodicidad de los datos de la serie analizada, si es trimestral AR(4) o mensual AR(12).

Los modelos denominados de medias móviles es aquel que explica el valor de una determinada variable en un periodo t en función de un término independiente y una sucesión de errores correspondientes a periodos precedentes, ponderados convenientemente. Estos modelos se denotan normalmente con las siglas MA, seguidos como en el caso de los modelos autorregresivos, del orden entre paréntesis y se denotan como de orden q . Así, un modelo con q términos de error MA(q) respondería a la siguiente expresión, en la cual se formalizan los comportamientos de los errores.

$$Y_t = \beta_0 + U_t - \theta_1 U_{t-1} - \theta_2 U_{t-2} - \dots - \theta_q U_{t-q}$$

Y cuya forma abreviada se expresa de la siguiente forma:

$$Y_t = \beta_0 + (\theta)U_t$$

De la misma manera es probable que Y_t tenga características de AR y MA a la vez y por consiguiente sea un modelo ARMA que se puede denotar por ambos lados de orden p y q .

$$Y_t = \beta_0 + (\Phi_1 Y_{t-1} + \Phi_2 Y_{t-2} + \dots + \Phi_p Y_{t-p}) + (U_t - \theta_1 U_{t-1} - \theta_2 U_{t-2} - \dots - \theta_q U_{t-q})$$

Y de forma general.

$$(\theta)^{-1}(\Phi)Y_t = U_t$$

Dado que los modelos de series de tiempo se basan en el supuesto de que son estacionarias, pero como algunas series no son estacionarias, es decir, son integradas mediante sus primeras diferencias y que en general se tiene que, si una serie de tiempo es $I(d)$ después de diferenciarla d veces se obtiene una serie $I(0)$.

Por lo tanto, se tiene que diferenciar “ d ” veces para hacerla estacionaria y luego se aplica un modelo ARMA (p, q) se dice que la serie original es un modelo ARIMA (p, d, q) es decir, una serie de tiempo **autorregresiva de media móvil**, donde

p, denota el número de términos autorregresivos, d el número de veces que debe ser diferenciada para hacerse estacionaria y q el número de términos de media móvil.

El punto de gran importancia es que para utilizar la metodología de **Box – Jenkins** se debe tener una serie de tiempo estacionaria o una serie de tiempo que sea estacionaria después de una o mas diferenciaciones. La razón para suponer estacionariedad puede explicarse de la siguiente manera.

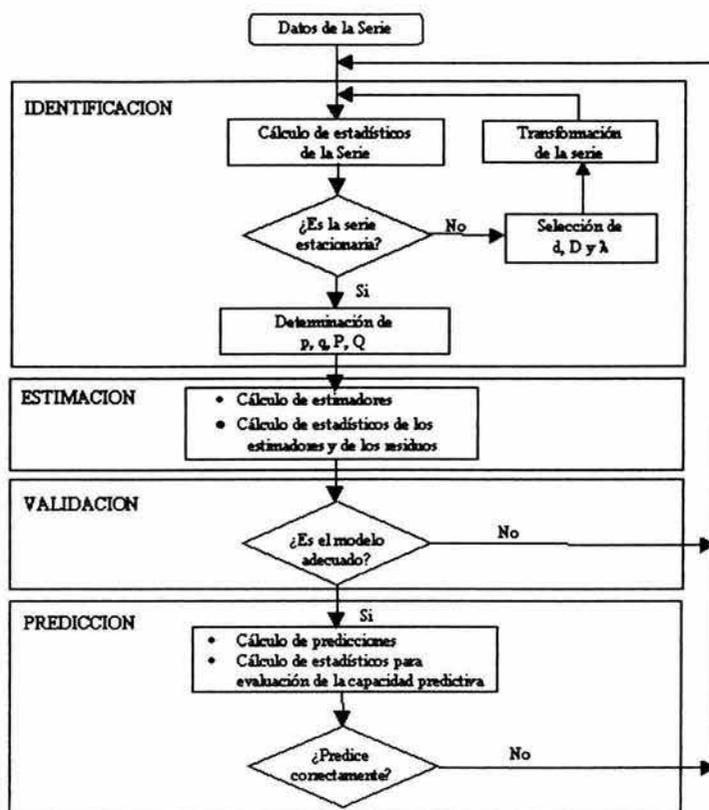
“El objetivo de BJ [Box – Jenkins] es identificar y estimar un modelo estadístico que puede ser interpretado como generador de la información muestral. Entonces, si este modelo estimado va a ser utilizado para predicción, se debe suponer que sus características son constantes a través del tiempo, y particularmente en periodos de tiempo futuro. Así, la simple razón para requerir información estacionaria es que cualquier modelo que sea inferido a partir de esta información pueda ser interpretado como estacionario o estable, proporcionando, por consiguiente, una base válida para predicción².

Al respecto la metodología BJ obedece a una serie de pasos cuyo diagrama se muestra en el cuadro 1³.

² N. Gujarati Damodar. Econometría 3ra Edición. Edit. McGraw Hill- Colombia 2001. Pág. 721.

³ TECNIA, Vol. 9 N°01, Universidad Nacional de Ingeniería Lima – Perú. Págs.81-87, 1999

Cuadro 1. Metodología Box – Jenkins.



Fuente: TECNIA, Vol 9 N°01, Universidad Nacional de Ingeniería Lima – Perú

Identificación.

El primer paso de la metodología es la identificación, con la que se pretende encontrar los valores de p , d y q . Y enseguida se mostrara la forma de cómo el correlograma y el correlograma parcial ayudan a esta labor.

Mediante el correlograma se determina la estacionariedad de la serie así como los posibles valores de AR y MA que deberán incluirse en el modelo. Se tiene que hacer la primera diferencia que es donde la serie es estacionaria, pues la serie original no lo es como se muestra en la figura 1 del anexo.

En el cuadro 2 se muestra el correlograma de la 1era diferencia de IPC.

Cuadro 2. Correlograma de Serie en primera diferencia

Date: 01/07/04 Time: 16:22

Sample: 1991:01 2003:11

Included observations: 154

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
. **	**	1	0.208	0.208	6.8222	0.009
-. .	* .	2	-0.048	-0.095	7.1819	0.028
* .	* .	3	-0.104	-0.077	8.9071	0.031
-. .	-. .	4	-0.030	0.006	9.0508	0.060
* .	** .	5	-0.184	-0.202	14.496	0.013
* .	-. .	6	-0.119	-0.051	16.792	0.010
-. .	* .	7	0.102	0.126	18.484	0.010
-. .	-. .	8	0.062	-0.038	19.120	0.014
-. .	-. .	9	-0.002	-0.011	19.121	0.024
-. .	-. .	10	-0.011	-0.010	19.140	0.039
-. .	-. .	11	0.045	0.015	19.481	0.053
* .	* .	12	-0.125	-0.126	22.107	0.036
* .	* .	13	-0.157	-0.086	26.333	0.015
* .	-. .	14	-0.066	-0.039	27.089	0.019
* .	** .	15	-0.136	-0.194	30.296	0.011
-. .	* .	16	0.072	0.144	31.187	0.013
-. .	* .	17	-0.047	-0.172	31.569	0.017
* .	* .	18	-0.095	-0.185	33.168	0.016
-. .	-. .	19	-0.038	0.036	33.431	0.021
-. .	-. .	20	0.090	0.010	34.893	0.021
-. .	* .	21	0.012	-0.062	34.917	0.029
-. .	-. .	22	-0.039	-0.016	35.188	0.037
-. .	-. .	23	0.035	-0.020	35.414	0.047
-. .	-. .	24	0.022	-0.055	35.507	0.061
-. .	-. .	25	0.024	0.051	35.617	0.078
-. .	* .	26	0.115	0.155	38.109	0.059
-. .	* .	27	0.187	0.018	44.701	0.017
-. .	-. .	28	0.002	-0.050	44.703	0.024
* .	-. .	29	-0.083	0.008	46.032	0.023
-. .	* .	30	-0.016	-0.071	46.082	0.031
* .	* .	31	-0.108	-0.116	48.361	0.024
* .	-. .	32	-0.108	-0.048	50.663	0.019
-. .	-. .	33	0.025	0.015	50.785	0.025
-. .	* .	34	0.035	-0.100	51.028	0.031
-. .	-. .	35	0.019	0.025	51.101	0.039
-. .	* .	36	-0.027	-0.101	51.247	0.048

Para comprobar la estacionariedad de la serie en primera diferencia se recurre al estadístico Dickey Fuller, que al mismo tiempo indicara el nivel de integración de la serie. El estadístico DF (cuadro 3) en términos absolutos deberá ser mayor al estadístico de Mackinnon.

Cuadro 3. Estadístico Dickey - Fuller

ADF Test Statistic	-9.847130	1% Critical Value*	-3.4741
		5% Critical Value	-2.8804
		10% Critical Value	-2.5767

*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(IPC,2)

Method: Least Squares

Date: 01/07/04 Time: 16:25

Sample(adjusted): 1991:03 2003:11

Included observations: 153 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IPC(-1))	-0.788755	0.080100	-9.847130	0.0000
C	40.51094	25.11022	1.613325	0.1088
R-squared	0.391045	Mean dependent var	2.902821	
Adjusted R-squared	0.387013	S.D. dependent var	392.0921	
S.E. of regression	306.9827	Akaike info criterion	14.30445	
Sum squared resid	14229992	Schwarz criterion	14.34406	
Log likelihood	-1092.290	F-statistic	96.96598	
Durbin-Watson stat	1.946786	Prob(F-statistic)	0.000000	

Ya se obtuvo la primera diferencia quiere decir en primera instancia que la serie original no es estacionaria, por lo tanto:

$$IPC \sim I(1)$$

Mientras que la diferencia de IPC es estacionaria.

$$\Delta IPC \sim I(0)$$

Y se corrobora con la prueba ADF donde el DF en términos absolutos es > al MCK.

ADF Test Statistic	-9.847130	1% Critical Value*	-3.4741
		5% Critical Value	-2.8804
		10% Critical Value	-2.5767

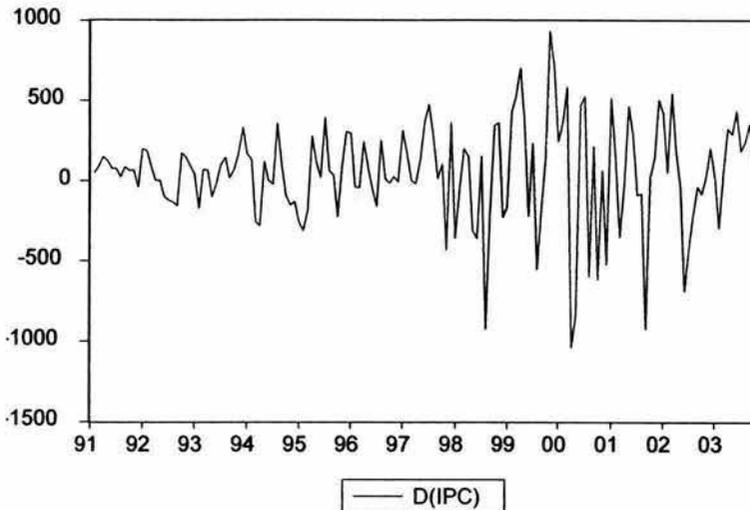
*MacKinnon critical values for rejection of hypothesis of a unit root.

Indicando principalmente que no existe el problema de raíz unitaria y el orden de integración es 0.

Se puede realizar también el análisis de tendencia mediante la obtención de la primera diferencia (gráfica 1), además de que el método de las diferencias es mas eficiente es el de las diferencias por el tipo de comportamiento mas relacionado que

presenta, lo cual tiene que ver en mayor medida con el método aleatorio, por lo tanto se establece que tiene que ver con el método estadístico probabilístico.

Gráfica 1. Análisis de tendencia.



La parte de mayor importancia de la identificación, es que tiene que ver con encontrar los procesos AR y MA, que se encuentran definidos en el correlograma, donde la Función de Autocorrelación (FC) define los procesos de media móvil, (MA) mientras que las Función de Correlación Parcial (FAP) define los procesos autorregresivos, (AR).

Para poder definir estos procesos, en ambas funciones de correlación se toman los procesos significativos, es decir, los procesos que se encuentran fuera de las bandas de las funciones, ya que si estos datos se integran en una distribución normal quedarán del lado de la hipótesis alternativa.

Los procesos, por lo tanto quedarán para ambos procesos los siguientes.

FC – Primera Columna – Procesos MA → 1, 5, 15, 17, 18, 26

FAP – Segunda Columna – Procesos AR → 1, 5, 13, 27

Sin embargo, esto no indica necesariamente que serán los procesos que deberán incluirse en el modelo, sino que deberán ser elegidos los datos más significativos, es decir, los que en mayor proporción se salen de las bandas.

Estimación.

El modelo se forma de los procesos que se han obtenido del paso de identificación de la metodología, pero este modelo no es invertible, condición que debe de cumplir necesariamente para encontrar un modelo adecuado de estimación, como se muestra en la figura 2 del anexo, y además los parámetros o al menos algunos parámetros son no significativos porque tienen una probabilidad $> .05$.

Por consiguiente, se tienen que eliminar los procesos mas largos y checar con el correlograma hasta obtener el modelo optimo.

Después de una serie de combinaciones y pruebas con correlograma de ensayo y error, se encontró el siguiente modelo, estacionario e invertible.

Cuadro 4. Modelo Estacionario

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/08/04 Time: 17:37
 Sample(adjusted): 1992:05 2003:11
 Included observations: 139 after adjusting endpoints
 Convergence achieved after 19 iterations
 Backcast: 1990:02 1992:04

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	44.18651	9.998502	4.419313	0.0000
AR(13)	-0.238627	0.086693	-2.752561	0.0068
AR(15)	-0.214828	0.087541	-2.454024	0.0155
MA(1)	0.177514	0.059072	3.005064	0.0032
MA(3)	-0.241910	0.072230	-3.349134	0.0011
MA(6)	-0.236320	0.070999	-3.328502	0.0011
MA(18)	-0.178534	0.075664	-2.359560	0.0198
MA(19)	-0.243569	0.075501	-3.226057	0.0016
MA(27)	0.300340	0.080634	3.724736	0.0003
R-squared	0.253724	Mean dependent var		47.15783
Adjusted R-squared	0.207800	S.D. dependent var		327.6015
S.E. of regression	291.5839	Akaike info criterion		14.25109
Sum squared resid	11052750	Schwarz criterion		14.44109
Log likelihood	-981.4507	F-statistic		5.524792
Durbin-Watson stat	1.987304	Prob(F-statistic)		0.000005
Inverted AR Roots	.92 -.21i .39 -.80i -.21 -.83i -.85 -.41i	.92+.21i .39+.80i -.21+.83i -.85+.41i	.73+.58i .06+.83i -.57+.71i -.94	.73 -.58i .06 -.83i -.57 -.71i -.94
Inverted MA Roots	.95+.06i .77 -.54i .49+.84i .05+.92i -.43 -.89i -.71 -.64i -.93+.21i	.95 -.06i .77+.54i .49 -.84i .05 -.92i -.43+.89i -.71+.64i -.93 -.21i	.92 -.32i .64+.66i .25 -.92i -.17 -.95i -.58+.77i -.86+.43i -.96	.92+.32i .64 -.66i .25+.92i -.17+.95i -.58 -.77i -.86 -.43i -.96

Que con su respectivo correlograma (cuadro 5) se determina que los procesos han sido incluidos en el modelo.

Cuadro 5. Correlograma de modelo estacionario.

Date: 01/08/04 Time: 17:40

Sample: 1992:05 2003:11

Included observations: 139

Q-statistic
probabilities
adjusted for 8
ARMA term(s)

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
. .	. .	1 0.002	0.002	0.0003	
. .	. .	2 -0.040	-0.040	0.2242	
. .	. .	3 -0.003	-0.003	0.2257	
. .	. .	4 -0.040	-0.042	0.4614	
* .	* .	5 -0.114	-0.114	2.3570	
. .	. .	6 0.029	0.026	2.4817	
. .	. .	7 0.035	0.025	2.6588	
. .	. .	8 0.057	0.057	3.1430	
. .	. .	9 -0.046	-0.053	3.4595	0.063
* .	* .	10 -0.084	-0.092	4.5358	0.104
. *	. *	11 0.069	0.076	5.2578	0.154
* .	* .	12 -0.113	-0.112	7.2120	0.125
. .	. .	13 -0.004	0.010	7.2139	0.205
. .	. .	14 0.007	-0.025	7.2209	0.301
. .	. .	15 -0.013	-0.030	7.2473	0.404
. .	. .	16 0.009	0.023	7.2588	0.509
. .	* .	17 -0.046	-0.074	7.5949	0.575
. .	. .	18 -0.008	0.006	7.6060	0.667
. .	. .	19 0.014	-0.006	7.6375	0.745
. .	. .	20 0.016	0.024	7.6821	0.809
. .	. .	21 -0.014	-0.011	7.7139	0.862
. .	. .	22 0.013	-0.027	7.7428	0.902
. .	. .	23 -0.005	0.019	7.7462	0.934
. .	. .	24 0.059	0.047	8.3382	0.938
. .	. .	25 0.011	0.021	8.3593	0.958
. .	. .	26 0.029	0.028	8.5010	0.970
. .	. .	27 -0.006	-0.026	8.5069	0.981
. .	. .	28 -0.040	-0.021	8.7881	0.985
. .	. .	29 -0.040	-0.037	9.0760	0.989
. .	. .	30 -0.043	-0.045	9.4071	0.991
* .	* .	31 -0.071	-0.080	10.324	0.989
* .	* .	32 -0.085	-0.107	11.654	0.984
. .	. .	33 0.048	0.039	12.083	0.986
. .	. .	34 0.024	0.007	12.187	0.990
. .	. .	35 0.036	0.028	12.431	0.992
. .	. .	36 -0.021	-0.025	12.519	0.995

Modelo generado:

ARIMA (15, 1, 27)

y cuya especificación o formación estructural queda especificada de la siguiente manera, con base a los procesos que será incluidos en el modelo.

$$\Delta(\text{IPC}) = \beta_0 + \Phi_{13}Y_{t-13} + \Phi_{15}Y_{t-15} + U_t - \theta_1U_{t-1} - \theta_3U_{t-3} - \theta_6U_{t-6} - \theta_{18}U_{t-18} - \theta_{19}U_{t-19} - \theta_{27}U_{t-27}$$

Donde expresado en términos de sus parámetros:

$$\Delta(\text{IPC}) = 44.18651 - .238627Y_{t-13} - .214828Y_{t-15} - (.177514U_{t-1}) - .241910U_{t-3} - .236320U_{t-6} - .178534U_{t-18} - .243569U_{t-19} - (.300340U_{t-27}).$$

Evaluación.

La evaluación del modelo consiste en revisar la convergencia, ya que un modelo de series de tiempo necesariamente tiene que ser convergente e invertible, y que la convergencia se determinara de los procesos autorregresivos, mientras que la invertibilidad se determina en los procesos de media móvil.

Por lo tanto, se revisaran las raíces características de los procesos AR y MA.

$$\|\lambda_p\| < 1 \quad \text{y} \quad \|\lambda_q\| < 1$$

Donde cada una de las raíces y módulos características del modelo (cuadro 6) de series de tiempo tienen que ser menores de 1.

Las raíces y módulos característicos del modelo son los siguientes:

Cuadro 6. Raíces y módulos característicos.

Inverted AR Roots	.92 - .21i	.92+ .21i	.73+ .58i	.73 - .58i
	.39 - .80i	.39+ .80i	.06+ .83i	.06 - .83i
	-.21 - .83i	-.21+ .83i	-.57+ .71i	-.57 - .71i
Inverted MA Roots	-.85 - .41i	-.85+ .41i	-.94	
	.95+ .06i	.95 - .06i	.92 - .32i	.92+ .32i
	.77 - .54i	.77+ .54i	.64+ .66i	.64 - .66i
	.49+ .84i	.49 - .84i	.25 - .92i	.25+ .92i
	.05+ .92i	.05 - .92i	-.17 - .95i	-.17+ .95i
	-.43 - .89i	-.43+ .89i	-.58+ .77i	-.58 - .77i
	-.71 - .64i	-.71+ .64i	-.86+ .43i	-.86 - .43i
	-.93+ .21i	-.93 - .21i	-.96	

Los módulos del modelo están dados en números complejos, bajo la forma de:

$\alpha + bi$. Por lo que el cálculo de las raíces características del modelo se realiza mediante la forma de:

$$a^2 + b^2 < 1$$

y si de esta forma, cada uno de los módulos cumple con la condición anterior, existe la convergencia y por tanto el equilibrio. Para comprobarlo, se puede realizar mediante la fórmula antes mencionada, con la que se puede comprobar la existencia y la convergencia del modelo, es decir, la estacionariedad y la invertibilidad del modelo.

El E - views tiene la ventaja de que cuando el modelo no es estacionario envía aun mensaje en que se identifica la parte que no cumple con las condiciones, tanto en la parte autorregresiva, como en la parte de media móvil, y para probarlo se estima nuevamente el modelo sin la constante tal como se muestra en el cuadro 7.

Cuadro 7. Prueba de mensaje.

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/08/04 Time: 17:50
 Sample(adjusted): 1992:05 2003:11
 Included observations: 139 after adjusting endpoints
 Convergence achieved after 9 iterations
 Backcast: 1990:02 1992:04

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(13)	-0.193377	0.089535	-2.159786	0.0326
AR(15)	-0.179910	0.089416	-2.012052	0.0463
MA(1)	0.220993	0.062672	3.526183	0.0006
MA(3)	-0.194551	0.072941	-2.667243	0.0086
MA(6)	-0.190175	0.072522	-2.622309	0.0098
MA(18)	-0.063224	0.083206	-0.759852	0.4487
MA(19)	-0.169321	0.076706	-2.207388	0.0290
MA(27)	0.375228	0.089010	4.215574	0.0000
R-squared	0.204666	Mean dependent var	47.15783	
Adjusted R-squared	0.162168	S.D. dependent var	327.6015	
S.E. of regression	299.8641	Akaike info criterion	14.30037	
Sum squared resid	11779324	Schwarz criterion	14.46926	
Log likelihood	-985.8755	F-statistic	4.815819	
Durbin-Watson stat	1.960525	Prob(F-statistic)	0.000075	
Inverted AR Roots	.91+.21i	.91-.21i	.72+.57i	.72-.57i
	.39-.79i	.39+.79i	.06+.82i	.06-.82i
	-.22+.82i	-.22-.82i	-.57+.70i	-.57-.70i
	-.83+.40i	-.83-.40i	-.93	
Inverted MA Roots	.96-.09i	.96+.09i	.92+.32i	.92-.32i
	.79-.53i	.79+.53i	.65+.69i	.65-.69i
	.49+.84i	.49-.84i	.26+.93i	.26-.93i
	.04+.94i	.04-.94i	-.18+.95i	-.18-.95i
	-.42+.90i	-.42-.90i	-.59-.78i	-.59+.78i
	-.73-.63i	-.73+.63i	-.87-.44i	-.87+.44i
	-.95-.21i	-.95+.21i	-.97	

En el modelo estimado anteriormente, que son exactamente los mismos procesos pero sin la constante, indica que el modelo es estacionario, convergente e invertible al no enviar el mensaje de que el modelo no cumple con las condiciones de estacionariedad e invertibilidad.

También para revisar las Q statistics que aparecen en el correlograma, las cuales se tienen que realizar de manera conjunta mediante la prueba F, que indica que uno o mas de los parámetros es significativo, y que será comparada con la F de tablas, planteándose las siguientes hipótesis.

$$F_c > F_t = H_A \quad \alpha > .05$$

$$F_c < F_t = H_N \quad \alpha < .05$$

Mediante las probabilidades se establecen que se incluyen en la estimación. Y que para el análisis de forma conjunta, las hipótesis son las siguientes.

$$H_0: \Phi_1 = \Phi_2 = \theta_1 = \theta_2 = 0$$

$$H_A: \Phi_1 \neq \Phi_2 \neq \theta_1 \neq \theta_2 \neq 0$$

Donde al aceptar la Hipótesis Alternativa (HA) al menos un parámetro es significativo, y para que se puedan contar con todos los datos correctos debe asegurarse que la probabilidad de todos los datos de las Q statistics sean $> .05$. Tal es el caso de la estimación del modelo de serie de tiempo del IPC, y que se puede comprobarse en el cuadro 6.

Sin embargo, no necesariamente tiene que ser este el modelo ideal, sino que puede darse la situación mediante la cual, en la aplicación del modelo ARIMA en la serie, se obtiene la parte del ciclo, pero no necesariamente se contiene la parte estacional, esto es, cuando en la serie se aplica en prime instancia la diferencia se puede extraer de la serie el componente de tendencia, y al aplicar un modelo ARIMA se obtiene la parte del ciclo que queda expresado de la siguiente manera.

$$Y_t = T + E + C + R$$

$$\Delta Y_t = E + C + R$$

Al aplicar el modelo ARIMA:

$$\Delta Y_t = \text{ARIMA} + U_t \text{ Donde } U_t = E + R$$

Por lo que al quedar la parte estacional en el residual, el modelo no se encuentra completo, y es en esta caso en que se tiene que realizar una transformación del modelo ARIMA, es decir, se obtiene el factor estacional mediante una dummy, la cual representa un factor exógeno de la serie, que para que pueda ser incluido tiene que ser significativo en termino de los parámetros y dependiendo de los datos de la serie. Al realizar la transformación se convierte en un modelo ARIMA - X, y la expresión esta determinada del siguiente modo.

$$\Delta Y_t = \text{ARIMA} + B1\text{Dummy} + U_t$$

En el cual las condiciones de convergencia y equilibrio no difieren del modelo ARIMA ya conocido.

Por lo tanto, es necesario conocer si existe algún factor estacional en la serie, y en caso de que este existiera se anota la dummy que corresponde al factor estacional, cuidando de que sea significativo el parámetro dummy. Se pueden incluir todos los procesos dummies existentes, obviamente dependiendo de la forma en que se encuentre la serie es decir, si son datos mensuales, trimestrales, etc.

En el cuadro 8, se presentan los factores estacionales, pero que no son significativos, por lo tanto, no existe ningún candidato posible a incluirse en la formación de un modelo ARIMA - X. Las demás pruebas para probar la existencia de factores estacionales se muestran en el anexo del trabajo en figura 3.

Cuadro 8. Parámetros estacionales.

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/08/04 Time: 00:01
 Sample(adjusted): 1991:02 2003:11
 Included observations: 154 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
@SEAS(11)	149.8105	86.80573	1.725813	0.0864
R-squared	-0.006862	Mean dependent var		50.57512
Adjusted R-squared	-0.006862	S.D. dependent var		311.9141
S.E. of regression	312.9825	Akaike info criterion		14.33664
Sum squared resid	14987580	Schwarz criterion		14.35636
Log likelihood	-1102.922	Durbin-Watson stat		1.560346

En el cuadro 9, se observa el último parámetro a eliminar, sin embargo, no cubre la condición de significancia para poder representar un factor estacional en la serie del IPC aplicada en su primera diferencia.

Para la formación de un modelo SARISMA se necesita también factores estacionales, mismo que al no ser identificados no se puede realizar algún modelo de este tipo

Pronostico.

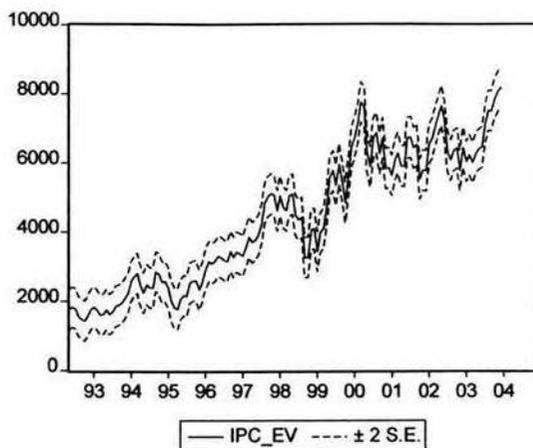
Esta es una de las razones mas populares del proceso de modelación ARIMA. En muchos casos los pronósticos obtenidos por este método son mas confiables que aquellas obtenidas de la elaboración tradicional de modelos particularmente para predicciones de corto plazo, pero desde luego que cada caso debe ser verificado.⁴

Como parte final de la evaluación del modelo se estima el modelo que cumple con las condiciones de convergencia y estacionariedad, y se evalúa a partir del error mínimo cuadrado cuyo coeficiente de medición es la prueba Theil, que indica que en la estimación se encuentra la normalización de la varianza y los valores, el cual para que se pueda afirmar que es un buen modelo, se tienen que encontrar el coeficiente entre

$$0 < \text{Theil} < .1$$

ya que al estar cerca del 0 (cero) las distancias son muy pequeñas, como se muestra en la siguiente gráfica.

⁴ N. Gujarati Damodar. Econometría 3ra Edición. Edit. McGraw Hill- Colombia 2001. Pág. 722.



Forecast: IPC_EV
 Actual: IPC
 Forecast sample: 1991:01 2006:
 Adjusted sample: 1992:05 2004:
 Included observations: 139

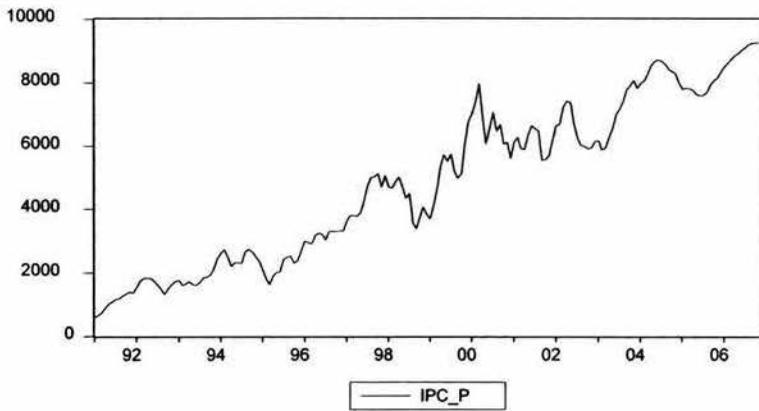
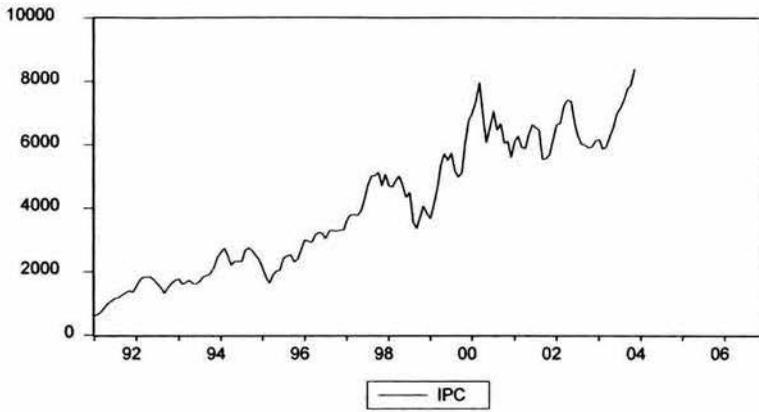
Root Mean Squared Error	281.9861
Mean Abs. Percent Error	210.0370
Mean Absolute Percentage Error	5.054529
Theil Inequality Coefficient	0.029615
Bias Proportion	0.000061
Variance Proportion	0.002476

Pronostico

El pronostico se realiza a partir de la esperanza de la ecuación que en base a las representaciones generadas por e-views son las siguientes:

Substituted Coefficients:

$$D(\text{IPC}) = 44.18651467 + [\text{AR}(13)=-0.2386273302, \text{AR}(15)=-0.2148276641, \text{MA}(1)=0.1775141848, \text{MA}(3)=-0.2419095241, \text{MA}(6)=-0.2363200854, \text{MA}(18)=-0.1785342123, \text{MA}(19)=-0.2435691763, \text{MA}(27)=-0.3003397586, \text{BACKCAST}=1992:05]$$



Pruebas y errores del modelo.

Figura 1. Correlograma.

Date: 12/29/03 Time: 16:14

Sample: 1991:01 2003:11

Included observations: 155

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
*****	*****	1	0.978	0.978	151.09	0.000
*****	*.	2	0.951	-0.126	294.82	0.000
*****	..	3	0.925	0.033	431.76	0.000
*****	..	4	0.902	0.053	562.99	0.000
*****	..	5	0.880	-0.013	688.75	0.000
*****	*.	6	0.862	0.078	810.16	0.000
*****	..	7	0.847	0.035	928.00	0.000
*****	*.	8	0.828	-0.090	1041.4	0.000
*****	..	9	0.806	-0.053	1149.6	0.000
*****	*.	10	0.780	-0.076	1251.7	0.000
*****	..	11	0.754	-0.024	1347.7	0.000
*****	..	12	0.727	-0.039	1437.6	0.000
*****	*.	13	0.704	0.076	1522.5	0.000
*****	..	14	0.685	0.035	1603.4	0.000
*****	..	15	0.668	0.031	1681.1	0.000
*****	*.	16	0.657	0.111	1756.6	0.000
*****	..	17	0.644	-0.044	1829.8	0.000
*****	*.	18	0.633	0.069	1901.0	0.000
*****	..	19	0.621	0.012	1970.1	0.000
*****	..	20	0.610	0.006	2037.3	0.000
*****	*.	21	0.596	-0.061	2101.9	0.000
*****	..	22	0.584	0.007	2164.2	0.000
*****	..	23	0.574	0.034	2224.9	0.000
*****	*.	24	0.564	-0.059	2284.0	0.000
*****	..	25	0.551	-0.057	2340.9	0.000
*****	..	26	0.538	-0.005	2395.5	0.000
*****	*.	27	0.523	-0.083	2447.6	0.000
*****	*.	28	0.501	-0.125	2495.7	0.000
*****	..	29	0.479	0.003	2540.0	0.000
*****	*.	30	0.455	-0.064	2580.3	0.000
*****	..	31	0.432	0.011	2616.9	0.000
****	..	32	0.410	-0.004	2650.2	0.000
****	..	33	0.391	0.060	2680.8	0.000
****	..	34	0.374	-0.010	2708.9	0.000
****	*.	35	0.351	-0.085	2733.8	0.000
**	*.	36	0.324	-0.087	2755.2	0.000

Figura 2. Estimación con todos los procesos identificados en el correlograma.

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/07/04 Time: 23:44
 Sample(adjusted): 1993:04 2003:11
 Included observations: 128 after adjusting endpoints
 Convergence achieved after 17 iterations
 Backcast: 1991:01 1993:03

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	48.23120	24.73117	1.950219	0.0535
AR(1)	0.020427	0.144373	0.141486	0.8877
AR(5)	-0.433165	0.157100	-2.757256	0.0068
AR(15)	-0.181951	0.086399	-2.105951	0.0373
AR(17)	-0.057678	0.080314	-0.718158	0.4741
AR(18)	-0.188197	0.082283	-2.287187	0.0240
AR(26)	0.117896	0.085851	1.373273	0.1723
MA(1)	0.227367	0.146199	1.555193	0.1226
MA(5)	0.368908	0.161452	2.284935	0.0241
MA(13)	-0.243209	0.001941	-125.3088	0.0000
MA(27)	0.242220	0.099778	2.427591	0.0167
R-squared	0.221565	Mean dependent var	52.49807	
Adjusted R-squared	0.155032	S.D. dependent var	339.0902	
S.E. of regression	311.6990	Akaike info criterion	14.40397	
Sum squared resid	11367283	Schwarz criterion	14.64907	
Log likelihood	-910.8542	F-statistic	3.330151	
Durbin-Watson stat	2.078036	Prob(F-statistic)	0.000771	

Figura 3. Prueba de existencia de factores estacionales.

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/07/04 Time: 23:45
 Sample(adjusted): 1991:02 2003:11
 Included observations: 154 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	131.9727	90.95912	1.450901	0.1490
@SEAS(1)	-11.81880	128.6356	-0.091878	0.9269
@SEAS(2)	-79.17038	126.1376	-0.627651	0.5312
@SEAS(3)	-29.00952	126.1376	-0.229983	0.8184
@SEAS(4)	-76.63290	126.1376	-0.607534	0.5445
@SEAS(5)	-101.1301	126.1376	-0.801744	0.4240
@SEAS(6)	-114.7014	126.1376	-0.909335	0.3647
@SEAS(7)	-30.47581	126.1376	-0.241608	0.8094
@SEAS(8)	-221.6057	126.1376	-1.756857	0.0811
@SEAS(9)	-186.5362	126.1376	-1.478831	0.1414
@SEAS(10)	-131.9144	126.1376	-1.045798	0.2974
@SEAS(11)	17.83775	126.1376	0.141415	0.8877
R-squared	0.052890	Mean dependent var	50.57512	
Adjusted R-squared	-0.020478	S.D. dependent var	311.9141	
S.E. of regression	315.0916	Akaike info criterion	14.41832	
Sum squared resid	14098148	Schwarz criterion	14.65497	
Log likelihood	-1098.211	F-statistic	0.720885	
Durbin-Watson stat	1.584334	Prob(F-statistic)	0.717074	

La anterior búsqueda de factores se realizó incluyendo la constante, y del mismo modo no existe un parámetro estacional significativo, que muestre la existencia de estacionalidad, y si se anota la dummy 12, la matriz no tiene solución, pero dado que la constante no es significativa se elimina y se incluye la dummy 12

Figura 4. Dummys

Dependent Variable: D(IPC)
 Method: Least Squares
 Date: 01/07/04 Time: 23:57
 Sample(adjusted): 1991:02 2003:11
 Included observations: 154 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
@SEAS(1)	120.1539	90.95912	1.320966	0.1886
@SEAS(2)	52.80232	87.39069	0.604210	0.5467
@SEAS(3)	102.9632	87.39069	1.178194	0.2407
@SEAS(4)	55.33980	87.39069	0.633246	0.5276
@SEAS(5)	30.84263	87.39069	0.352928	0.7247
@SEAS(6)	17.27134	87.39069	0.197634	0.8436
@SEAS(7)	101.4969	87.39069	1.161415	0.2474
@SEAS(8)	-89.63300	87.39069	-1.025658	0.3068
@SEAS(9)	-54.56353	87.39069	-0.624363	0.5334
@SEAS(10)	0.058277	87.39069	0.000667	0.9995
@SEAS(11)	149.8105	87.39069	1.714261	0.0887
@SEAS(12)	131.9727	90.95912	1.450901	0.1490
R-squared	0.052890	Mean dependent var		50.57512
Adjusted R-squared	-0.020478	S.D. dependent var		311.9141
S.E. of regression	315.0916	Akaike info criterion		14.41832
Sum squared resid	14098148	Schwarz criterion		14.65497
Log likelihood	-1098.211	F-statistic		0.720885
Durbin-Watson stat	1.584334	Prob(F-statistic)		0.717074

En la figura 4 se muestran las dummys con la eliminación de la constante y al incluir la dummy 12, sin embargo, se eliminan 1 a 1 las dummys menos con mayor probabilidad, para encontrar un posible factor estacional.

Bibliografía

Libros

- ❖ B. Rhoads John. *Mercado de valores para empresas medianas y pequeñas*. Edit. IMEF. México 1997.
- ❖ Cabello Alejandra. *Globalización y Liberalización Financieras y la BMV*. Edit. Plaza y Valdez. México 1999.
- ❖ Canals, Jordi *La nueva Economía global*. Ediciones Deusto. España. 1993.
- ❖ Chacholiades Miltiades. *Economía internacional* Ed Mc Graw Hill
- ❖ Charles W. Hill. *Negocios internacionales*. Ed Mc Graw Hill 1999
- ❖ Correa Eugenia, Girón Alicia. (Coor) *Economía Financiera Contemporánea* Ed. Miguel Ángel Porrua. México 2004.
- ❖ D, Levi. *Finanzas Internacionales*. Ed Mc Graw Hill México. 2000
- ❖ CIDAC. *El Sistema Financiero Mexicano*. Edit. Diana. México 1990. Pág. 12
- ❖ Dilip k. Ghosh & Ortiz Edgar. *The global structure of financial market*. Ed. Routledge. London and New York. 1997.
- ❖ Fabozzi Frank. “Mercados e instituciones financieras” Prentice Hall 1ra Edición México 1996.
- ❖ Girón Gonzáles, Alicia. “Crisis Financieras” UNAM – IIEc. 2002
- ❖ _____ Girón A., Ortiz E., Correa E. (Comp) *Integración Financiera y TLC. Retos y perspectivas*. Edit. Siglo XXI. IIEc. México 1995
- ❖ Guillén Romo Héctor. *La contrarrevolución neoliberal* Ediciones Era. México 1997,
- ❖ Guillermo Ejea, Celso Garrido. *Mercado de Valores, crisis y nuevos circuitos financieros en México, 1970 – 1990*. UAM 1991

Bibliografía

- ❖ H. Begg, David. *La revolución de las expectativas racionales en la macroeconomía. Teoría y Evidencias*. Fondo de Cultura Económica. México. 1989
- ❖ Heyman Timothy. *Inversión en la globalización* Edit. Milenio. México. 1998.
- ❖ Huerta, Arturo. *La política neoliberal de México, estabilización económica de México limitantes y alternativas*. Ed. Diana. México. 1994
- ❖ International Finance Corporation. *Emerging Stock Market*. Factbook. 1999. IFC. Washington.
- ❖ Itzhak Sway y Barry Topf. *La desregulación financiera global*. FCE 1993 México
- ❖ Kaplan Marcos, Manrique Campos Irma. (Coor) *Regulación de Flujos Financieros*. Instituto de Investigaciones Económicas, Instituto de Investigaciones Jurídicas. UNAM. México 2000.
- ❖ Lawrence J. Gitman. *Principios de administración financiera*. Octava Edición. Año 2000
- ❖ Levy, Noemí. *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960 – 1994* Editorial. Facultad de economía. UNAM 2001.
- ❖ Mantey. Maria Guadalupe. *La iniquidad del sistema monetario internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo*. UNAM. México 1989
- ❖ _____ Mantey A y Levy N. (comps). *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria. Experiencias de América Latina y el sudeste asiático*. UNAM. México. 2000
- ❖ Marmolejo González Martín. *Inversiones*. IMEF. Ed. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas. México 1994.
- ❖ Martínez Abascal, Eduardo. *Invertir en Bolsa: Conceptos y Estrategias*. Ed. Mc Graw Hill. Madrid – España. 1999.
- ❖ Messutti, Domingo Jorge. *Selección de Inversiones* Introducción a la teoría de la Cartera. Ediciones Macchi. Buenos Aires – Argentina. 1992.
- ❖ Morera Camacho Carlos. *El capital Financiero y la globalización, límites y contradicciones* II Ec – UNAM. Ediciones Era. México 1998.

Bibliografía

- ❖ N. Gujarati Damodar. *Econometría* 3ra Edición. Edit. McGraw Hill- Colombia 2001. Pág. 697.
- ❖ Ortiz Soto, Oscar Luis. *El dinero*. Edit. Facultad de Economía
- ❖ Ortiz Martínez Guillermo. *La reforma Financiera y Desincorporación Bancaria*. CFE 1994.
- ❖ Ramírez Solano Ernesto. *Moneda, banca y mercados financieros*. Prentice hall. México. 2001
- ❖ Sánchez Cantú, Leopoldo; Núñez Sánchez de la Barquera Claudio; Couto Castillo Eduardo. *Invierta con éxito en la Bolsa de Valores*. Prentice Hall. Pearson Education. México 2000
- ❖ Sheffrin, Steven. *Expectativas racionales* Ed. Alianza Universidad. Madrid. España. 1985.
- ❖ Solís Leopoldo. *Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI*. Editorial. Siglo XXI. México 1997.
- ❖ Soldevilla Emilio. *Los fondos de inversión, Gestión y valoración*. Editorial. Pirámide. Madrid – España. 1999.
- ❖ Soros George, *La crisis del capitalismo global*. Edit. Plaza Janés. México 1999.
- ❖ Stanley R. Stanset. *International Financial. Market Integration*. Edit: Blackwell. USA 1993
- ❖ Villarreal Rene, *Hacia una economía de mercado*. Ediciones Castillo. México 1998.
- ❖ Verchik Ana. *El Mercado de Capitales. Como funciona*. Ediciones Macchi. Buenos Aires 1997

Hemerografía.

- ❖ *1er Informe de gobierno*. 1ro de Septiembre de 2001. Presidencia de la República.
- ❖ Abad Díaz David. Resumen de: *Desmutualización and Corporate Governance of Stock Exchanges*. Primavera de 2002.

Bibliografía

- ❖ *Anexo del Tercer Informe de Gobierno*. 1ro de Septiembre de 2003. Presidencia de la Republica.
- ❖ Aramburuzabala Larregui Maria Asunción. *Versión estenográfica de participación durante la XII Convención del Mercado de valores*.
- ❖ Aragonés José R y Mascareñas Juan. *La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital*. Universidad Complutense de Madrid. Análisis Financiero n° 64. 1994
- ❖ Banco de México. *Informe anual 2000*.
- ❖ Banco Mundial (1997): *Private Capital Flows to Developing Countries: the Road to Financial Integratio*. World Bank Policy Research Report, Nueva York, D.C., Oxford University Press.
- ❖ BMV. *Análisis Bursátil*. Varios Años.
- ❖ BMV. *Boletín de Prensa*. Mercado Global BMV. 29 mayo 2003.
- ❖ BMV. *Comunicado de prensa*. 28 de abril de 2003
- ❖ BMV. *Guía operativa. Mercado Global BMV*. Mayo de 2003. <http://www.bmv.com.mx/DOC/guiaoperativa.pdf>
- ❖ BMV. *Indicador Bursátil*. Varios números.
- ❖ *Carta Económica*. Banco Central de Nicaragua. Julio 1996. Vol. 1 Núm. 7.
- ❖ Castro Lebrija Raúl. *Apuesta Fox a la reforma legal para detonar el sistema financiero*. En periódico El Economista. 03 – 09 – 2001.
- ❖ *Examen de la situación económica en México*. Banamex. Núm. 936. Vol. 79. Dic 2003.
- ❖ *Financial Times* de Septiembre de 1997
- ❖ Gazcón Felipe y Saldaña Ivette. *Ocupa México tercer lugar en la preferencia de inversionistas*. El financiero. 18 Septiembre 2003.
- ❖ Griffith Jones Stephany. *La crisis del peso mexicano*. Revista de la CEPAL #60. 1996. Ed. Naciones Unidas.

Bibliografía

- ❖ Guzmán Plata, Ma. De la Paz. *Los modelos CAPM y ARCH-M. Obtención de los coeficientes Beta "β" para una muestra de 33 acciones que cotizan en la BMV*
- ❖ Huerta Moreno Ma. Guadalupe. *La Apertura del Sistema Financiero Mexicano en el contexto de la desregulación Financiera mundial*. Publicación en página Web de la UAM.
- ❖ J. Schwartz Moisés. *Los mercados emergentes y el desafío dei capital externo*. En revista comercio exterior. Vol. 45. Núm. 12 Diciembre 1995. Bancomext.
- ❖ Keith Wells Ronald. *Country risk management: A practical guide*. 1997. Business credit. New York. NY.
- ❖ Krueger Anne. *Financial Markets and economic development*. México city. November 12, 2002. Banxico.
- ❖ *La necesidad de desarrollar el mercado de valores*.
http://www.supervalores.gov.co/ig_marco.htm
- ❖ La Porta Rafael, López de Silanes Florencio y Shleifer. *What's work securities law*. November 2002. Banxico
- ❖ Lorenza Martínez, Alejandro Werner* *Capital Markets in Mexico: Recent Developments and Future Challenges*. November, 2002. Banxico.
- ❖ Manrique Irma. *Financiamiento alternativo: Respuesta al reto que pone la reforma Financiera*. Seminario: Estructuras Financieras. Fragilidad y Cambio. IIEc. UNAM 2001.
- ❖ Martínez Escamilla Ramón. *Hegemonía Financiera y Competencia Bancaria. Alusiones al caso mexicano*. IIEc – UNAM. Seminario: Estructuras Financieras Fragilidad y Cambio. 2001.
- ❖ Martínez Granados Maria Antonieta. *El Sistema Tributario Mexicano: Sus efectos en la descapitalización y competitividad de la MPYMES*. Seminario. Estructuras Financieras. Fragilidad y cambio. IIEc. UNAM. 2001.
- ❖ Mayoral Jiménez Isabel. *Continúa la internacionalización de la BMV*. El Financiero 26 de Noviembre de 2003.
- ❖ Morales Quiroga Yolanda. *Advierte el BID: Estados Unidos, único riesgo para la economía mexicana*. En periódico El economista. 10 junio de 2002.

Bibliografía

- ❖ Morera Carlos, *Los flujos de capital y la transnacionalización de los grupos mexicanos*. Comercio exterior. México. Vol. 49. num. 2. Febrero 1999.
- ❖ Muth, J.F. *Las expectativas racionales y la teoría de los movimientos de precios*. Econometría (sn). 1961
- ❖ Paradis Guishlain. Presidente de Development International Desjardings. *Conferencia con motivo de: Río Cooperativo 2000*. International Cooperativa Alliance. (ICA) Rio de Janeiro. Diciembre de 2000.
- ❖ Penido de Freitas Ma Cristina. *La experiencia de apertura financiera en Argentina, Brasil y México*. En revista de la CEPAL Núm. 70. Abril 2000.
- ❖ Periódico Novedades. *Declaraciones del Presidente de la Asociación Internacional de Entidades de Crédito Prendario*. 12 Marzo de 2001.
- ❖ Perry Guillermo, Schmukler Sergio y De la Torre Augusto. *Whither capital Markets in emerging economies?* Banco de México, Ciudad de México. 12 – 13 de Noviembre de 2002. Banxico.
- ❖ Pi Anguita, Joaquin *La hipótesis de las expectativas racionales y la ineficacia de la política económica*. Universidad Complutense de Madrid. 28223. Madrid. España.
- ❖ Rana Foroohar. *Donde hallar prosperidad*. Newsweek en Español. Vol. 9 Núm. 3 26 de enero de 2004. Publicad por News for America LLC.
- ❖ *Revista Comercio Exterior*. Vol. 49. Núm. 6. México, Junio de 2000.
- ❖ *Revista de la CEPAL* N° 60, diciembre 1996, p. 151-170. LC/G.1955-P/E Abril 1997 Director: Oscar Altimir
- ❖ _____ N°61 232 pp. ISBN: 92-1-321450-2 ISSN Electrónico: 1682-0908
- ❖ _____ S/N Octubre de 1998. 376 Págs. Director: Oscar Altimir .
- ❖ Revista: America Latina. *Política Económicas*. Segundo trimestre. Volumen 11 Año. 2000
- ❖ Reynold Reyes, Verónica. *Crear nuevos impuestos solo inhibirán más las inversiones*. En periódico El Economista. 10 de diciembre de 2003.

Bibliografía

- ❖ Rodríguez Prada Gonzalo. *La macroeconomía de los mercados financieros*. España. 1996.
- ❖ Rodríguez Rivera José. *La Teoría de la Agencia*. Documento difundido en Internet.
- ❖ Salinas Márquez Saúl. *México en la globalización*. Ensayo. Internet.
- ❖ Sánchez Daza José Alfredo. Ensayo. *Estabilidad Financiera, ¿a cambio de que?* Documento difundido en internet
- ❖ Sánchez Tabares, Ramón., Sánchez Daza, Alfredo. *Desregulación y apertura del sistema financiero mexicano*. En comercio Exterior. Agosto de 2000. Bancomext. México
- ❖ Seminario. *La Banca Central y la Política Monetaria en México*. Mayo de 2004. Banco de México
- ❖ Siller Pagaza, Ma Gabriela. *Problemas del Desarrollo*. Vol. 32. Núm. 127. México. IIEc – UNAM. Octubre – Diciembre. 2001.
- ❖ Sudarshan, Gooptu. *Portfolio Investment flow to Emerging Markets*. Working papers. Washington DC. Banco Mundial. Departamento de economía internacional. Marzo de 1993. Pág. 23 – 29.
- ❖ *TECNIA*, Vol 9 N° 01, Universidad Nacional de Ingeniería Lima – Perú. págs. 81-87, 1999
- ❖ Vidal Gregorio. *Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de la crisis*. En Red de Celso Furtado

Páginas WEB.

- ❖ <http://interactivo.wsj.com>
- ❖ <http://money.msn.es.bolsa>
- ❖ <http://www.cnbv.gob.mx>
- ❖ <http://www.gestiopolis.com>
- ❖ <http://www.invertia.com.mx>
- ❖ <http://www.bmv.com.mx>

Bibliografía

- ❖ <http://www.nyse.com>
- ❖ <http://www.inegi.gob.mx>
- ❖ <http://www.finanzas.com>