



**Universidad Nacional Autónoma de México**  
*PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA*

**Facultad de Economía**

**El comportamiento de las instituciones  
financieras no bancarias en el período de  
financiarización en México, 2000-2010.**

**TESIS**

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:  
**Maestro en Economía**

**PRESENTA:**

Jorge Alberto Silva Orozco

**TUTORA:**

Dra. Noemí Levy Orlik  
FACULTAD DE ECONOMÍA

México D.F., Ciudad Universitaria, Diciembre de 2012.



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*

La vida y mi familia me han enseñado a ser agradecido, así que:

Antes que todo, quiero darle las gracias a dios por haberme dado la dicha y fortuna de vivir y poder lograr las metas que hasta este momento me he establecido.

A mi familia, por el apoyo incondicional que me han brindado durante este gran camino llamado vida, en especial a mi madre porque gracias a su esfuerzo he podido superarme, a mis tíos José Luis, Rafael, María de los Ángeles, María del Carmen, María Magdalena, porque han influido de manera directa e indirecta en mi desarrollo personal y, sobre todo, siempre han estado presentes cuando los he necesitado. A mis hermanas (Verónica y Leslie) por su tolerancia y su apoyo, a mis primos y sobrino. A mis abuelos Maternos porque ellos han sido un pilar muy importante en lo que soy el día de hoy. Por tanto, recuerden que siempre seré un reflejo de lo que somos.

A la Dra. Noemi Levy Orlik por su dedicación, tiempo, paciencia, esfuerzo y orientación, prestados durante la realización de esta tesis, ya que sin ella no hubiera sido posible la conclusión de este trabajo ¡MUCHAS GRACIA!

A cada uno de mis sinodales, por sus valiosos comentarios para mejorar esta investigación.

A mis amigos y a cada una de las personas que han formado parte de mi vida porque me han alentado en momentos difíciles y me han brindado consejos muy valiosos.

A Rebeca, Roberto, Leslie, Paola por leer y apoyarme en la realización de esta investigación.

Así mismo, estoy infinitamente agradecido con la Universidad Nacional Autónoma de México y a la Facultad de Economía por brindarme la oportunidad de seguir superándome en la vida.

Quiero agradecer al proyecto del Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) IN307111-3 titulado "El impacto de la financiarización en los países en desarrollo" a cargo de la Dra. Noemí Levy Orlik, por su ayuda en la realización de esta tesis.

Por último, agradezco al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) por el apoyo financiero que se me otorgó durante mis estudios de maestría.

MUCHAS GRACIAS.

# ÍNDICE

## ***El comportamiento de las instituciones financieras no bancarias en el período de financiarización en México, 2000-2010.***

<b>Introducción</b>	1
---------------------	---

### **Capítulo I**

#### ***La intermediación financiera versus la creación de dinero.***

<b>1.1 Introducción</b>	4
<b>1.2 Mercados financieros y la banca comercial como intermediarios (visión neoclásica)</b>	
1.2.1 Supuestos	5
1.2.2 Intermediación bancaria (intermediación indirecta)	6
1.2.3 Intermediación en el mercado de valores (intermediación directa)	10
1.2.4 Hipótesis de los mercados eficientes	12
1.2.5 Crítica ortodoxa hacia el planteamiento de la eficiencia de la intermediación en el financiamiento a la producción; el caso de países en desarrollo	14
<b>1.3 Keynes.- Banca y Mercado de Valores</b>	
1.3.1 Supuestos	16
1.3.2 Origen del dinero, banca comercial y creación del dinero	17
1.3.3 Tasa de interés, preferencia por la liquidez y mercado de valores	19
1.3.4 Mercado de valores e incertidumbre	21
<b>1.4. Minsky: el papel de la banca y de los mercados financieros en el contexto de financiamiento cíclico y especulativo.</b>	
1.4.1 Demanda de dinero endógena	24
1.4.2 Flujo de dinero y mercado de valores	26

1.4.3 <i>Decisiones de inversión y ganancias de capital</i>	27
1.4. 4 <i>Hipótesis de la inestabilidad financiera</i>	29
<b>1.5 Conclusiones</b>	31

## **Capítulo II**

### ***Financiarización y auge de las Instituciones financieras no bancarias.***

<b>2.1 Introducción</b>	34
<b>2.2- Antecedentes de la Financiarización</b>	
2.2.1.- <i>Caída en la tasa de ganancia en Estados Unidos</i>	35
2.2.2.- <i>Globalización y desregulación financiera</i>	37
<b>2.3.- Concepto y visión global de la financiarización en la economía desde la perspectiva de varios autores</b>	41
<b>2.4.- Cambios en los sectores de la economía</b>	
2.4.1.- <i>-Cambios en los hogares</i>	44
2.4.2.- <i>Cambios en las empresas no financieras</i>	45
2.4.3.- <i>Cambios en el sector gubernamental</i>	47
2.4.4.- <i>Cambios en el sector financiero</i>	49
<b>2.5.-Inversionistas institucionales e innovaciones financieras</b>	51
<b>2.6.-Conclusiones</b>	53

### **Capítulo III**

#### ***El impacto de la financiarización en las instituciones financieras no bancarias de México.***

<b>3.1</b>	<b>Introducción</b>	56
<b>3.2</b>	<b>Desregulación, Globalización financiera y financiarización en México</b>	57
<b>3.3</b>	<b>Profundización financiera</b>	62
<b>3.4</b>	<b><i>Estructura del sistema financiero mexicano</i></b>	
3.4.1	<i>Evolución de las instituciones financieras no bancarias en México y su composición de 2000 a 2010.</i>	66
<b>3.5</b>	<b><i>Análisis de los balances generales de las IFNB más importantes de México</i></b>	
3.5.1	Fondos de pensiones privados	71
3.5.1.2	Antecedentes	71
3.5.1.3	Regulación	72
3.5.1.4	Análisis de las hojas de balance	74
3.5.2	Sociedades de inversión	81
3.5.2.2	Antecedentes	82
3.5.2.3	Regulación	83
3.5.2.4	Análisis de las hojas de balance	84
3.5.3	Compañías de seguros	91
3.5.3.2	Antecedentes	91
3.5.3.3	Regulación	92
3.5.3.4	Análisis de las hojas de balance	93
<b>3.6.</b>	<b><i>Relación de las Siefores, sociedades de inversión y las compañías de seguros con el mercado de valores mexicano. IFNB y el mercado financiero</i></b>	
3.6.1	Relación de las Siefores con el mercado de valores	101

3.6.2 Relación de las sociedades de inversión con el mercado de valores	103
3.6.3 Relación de las compañías de seguros con el mercado de valores	105
<b>3.7 Conclusiones</b>	107
<b><i>Conclusiones generales</i></b>	109
<b><i>Bibliografía</i></b>	115

### ***Relación de cuadros y gráficas.***

Cuadro 1.- Participación de los Activos del Sistema Financiero Mexicano en el Producto Interno Bruto	68
Cuadro 2.- Composición de los valores gubernamentales de las Siefores en México 2000 a 2010	78
Cuadro 3.- Composición de los valores privados en tenencia de las Siefores en México 2000-2010	80
Cuadro 4.- Tasa de crecimiento de los activos totales y la cartera de valores de las sociedades de inversión en México de 2000 a 2010	86
Cuadro 5.- Composición de la cuenta de activo de la hoja de balance de las sociedades de inversión en México de 2000 a 2010	88-89
Cuadro 6.- Tasa de crecimiento del capital contable de las sociedades de inversión de México de 2000-2010	90
Cuadro 7.- Composición de la cuenta de activo de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010	94
Cuadro 8.- Composición de los valores no financieros en tenencia de las compañías de seguros en México de 2000-2010	97-98
Cuadro 9.- Composición de los valores de las instituciones de crédito en poder de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010	100
Gráfica 1.- Profundización financiera	63
Gráfica 2.- Composición de los instrumentos no bancarios por emisor con respecto a M4	65
Gráfica 3.- Participación del Excedente Neto de Operación del sistema financiero en la economía total	69
Gráfica 4.- Participación del FIRE en el PIB	70
Gráfica 5.- Composición de la cuenta de activo de las Siefores en México 2000-2010	75
Gráfica 6.- Composición de la cartera de valores de las Siefores en México 2000-2010	76

Gráfica 7.- Composición de la inversión en valores de las compañías de seguros 2000-2010	95
Gráfica 8.- Participación de las Siefores en el mercado de valores de México	102
Gráfica 9.- Partición de las Siefores dentro del mercado de dinero	103
Gráfica 10.- Participación de las Sociedades de inversión en el mercado de valores de México 2000-2010	104
Gráfica 11.- Participación de las Sociedades de inversión en el mercado de dinero	105
Gráfica 12.- Participación de las compañías de seguros en el mercado de valores 2000-2010	106
Gráfica 13.- Participación de las compañías de seguros en los instrumentos del mercado de dinero	107

## **Introducción**

En los últimos cuarenta años (década de 1970) los inversionistas institucionales, que se caracterizan por ser instituciones financieras no bancarias, se expandieron significativamente en los países desarrollados, convirtiéndose en una fuente importante de liquidez del mercado financiero, particularmente del mercado de capitales, responsables de grandes movimientos de influjos hacia el mercado financiero que generó un proceso de creciente y sostenida inflación financiera que también ha generado caídas de precios de los títulos financieros. Se destaca que dichas instituciones en vez de ampliar la fuente de financiamiento de la inversión productiva fortalecieron las actividades de tesorería de las grandes corporaciones.

En México tuvo lugar una experiencia similar aunque su surgimiento y fortalecimiento fue bastante posterior (en los años 1990), y al igual que en los países desarrollados fue resultado de profundos cambios en el sistema financiero. Específicamente, aparecieron después de consolidarse el mercado de dinero y de la globalización del mercado de capitales, el cual no estuvo sustentado por un mercado amplio y profundo sino más bien de influjos de capital externo que tenían fácil reversión en su movimiento.

Dada la complejidad del comportamiento de los inversionistas institucionales su discusión se debe realizar tomando en cuenta tres aspectos. Primero, analizar desde la perspectiva teórica el comportamiento de las instituciones financieras no bancarias, particularmente detectar la principal función que estas instituciones despliegan en la intermediación financiera. Un segundo elemento es discutir la evolución de las instituciones financieras no bancarias en el ambiente de la *financiarización*, donde adquieren especificidades diferentes que en períodos donde no domina el capital financiero sobre el productivo. Tercero, se debe tomar en cuenta la evolución de las instituciones financieras en los países en desarrollo a fin de determinar si asumen las mismas características que en los países desarrollados.

En este trabajo nuestro objeto de estudio es discutir la evolución y el comportamiento de los intermediarios financieros no bancarios en México en un contexto de financiarización de las relaciones de producción y mostrar cuáles son las especificidades de estas instituciones en sistemas financieros poco desarrollados. Nos interesa determinar si estas instituciones pudieron constituirse en una fuente de fondeo de la inversión productiva o pudieron equilibrar las hojas de balance de los bancos o se distinguieron por profundizar el mercado de capitales.

Nuestra hipótesis es que el sector financiero no bancario no cumplió con ninguna de las anteriores actividades. Su función fue generar liquidez para el gobierno convirtiéndose en los principales demandantes de títulos financieros de éste, a cambio de lo cual obtuvieron ganancias por arriba de la inflación (garantizadas por la tasa de interés de éstos) con bajos riesgos. En este contexto se puede señalar que no coadyuvaron a financiar la acumulación porque el gasto del gobierno no contiene gasto de inversión fija, ni fueron responsables de generar un exceso neto de flujos de efectivo al mercado de capitales.

El fundamento de esta discusión se realiza en tres capítulos. El primero contiene una discusión teórica donde se analiza desde diferentes vertientes cómo se despliega la intermediación financiera. Los principales disensos están entre la vertiente de la teórica neoclásica y heterodoxa, en donde los primeros suponen que el sistema financiero, incluido el sector bancario y los intermediarios no financieros, es un espacio de intermediación financiera eficiente y estable que logra distribuir los recursos existentes de manera tal que se alcanza pleno empleo de los factores productivos. En cambio la corriente heterodoxa supone que solo en el mercado de capitales se despliega la intermediación financiera en tanto el sector bancario puede crear liquidez a partir de las deudas. A su vez la intermediación financiera ni es eficiente ni estable. Keynes plantea que el mercado de capitales transforma el ahorro real en financiero vía títulos financieros que empatan la temporalidad de las deudas con el ingreso de las empresas, con el inconveniente que los mercados de capitales cuentan con mercados secundarios capaces de distorsionar los precios de los títulos financieros y generar ganancias financieras. Minsky, otro autor heterodoxo connotado también adjudica al mercado de capitales la función de intermediación financiera, la cual, sin embargo, tiene la capacidad de inyectar liquidez para la banca, o sea, los mercados de capitales generan liquidez para equilibrar las hojas de balance de las corporaciones (bancarias y no financieras). Éste autor se distingue por señalar la existencia de diversas fases cíclicas; generándose en el período de expansión una inflación financiera y en las recesión una caída de los precios de los títulos financieros

En el segundo capítulo se discute el fenómeno de la *financiarización*. Este fenómeno se analiza considerando la evolución del modelo de producción estadounidense, en el cual desde los años de 1960 tuvo lugar un proceso de fusiones y adquisiciones forzadas que generaron una gran centralización del capital con cambios en el sector productivo y especialmente en el sector financiero cuyo resultado fue la desregulación, la globalización y la dominación del sector financiero en todos los actores y sectores sociales. En este contexto se discute cuales han sido las

características del conjunto de los agentes económicos, poniendo particular atención a las instituciones financieras no bancarias.

En el tercer capítulo se analiza el comportamiento del sector financiero no bancario en México en el periodo 2000-2010. Se escogió este período porque durante la década de 1990 se logró modificar el sistema financiero, adecuándolo al comportamiento del mercado financiero estadounidense, destacándose la desregulación del sector bancario que limitó la interferencia estatal en la conducción de las instituciones financieras; casi desaparecieron las instituciones públicas bancarias y como resultado del Tratado de Libre Comercio con América del Norte se fortalecen las instituciones financieras no bancarias.

Cabe señalar, que los datos estadísticos y contables utilizados en esta tesis están sustentados en las bases de datos del Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), Banco de México (Banxico), Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y en los boletines anuales publicados por la Bolsa Mexicana de Valores.

## **Capítulo I**

### ***La intermediación financiera versus la creación de dinero***

#### **1.1 Introducción**

Este capítulo analiza el comportamiento de las instituciones financieras no bancarias para resaltar como operan éstas y su relación con otros intermediarios financieros bancarios, empresas no financieras y familias, esto con el fin de ver cómo cambia su actuación en el período de financiarización.

El análisis se abordará desde la teoría ortodoxa y heterodoxa, esta última desde la perspectiva Keynes y Minsky.

Este capítulo se divide en cuatro secciones, la primera expone la visión ortodoxa (neoclásica), en donde se resalta que la tasa de interés es fijada por el ahorro y la inversión y, la función principal de los bancos es la captación de ahorros que destinaran, principalmente, al crédito a las empresas no financieras, por tanto, bajo esta perspectiva los bancos no crean dinero exnihilo sino que solamente intermedian entre los agentes que presentan un superávit por no haber consumido todo su ingreso y los agentes deficitarios que necesitan recursos para financiar sus proyectos de inversión. Para esta corriente teórica, la función del mercado de valores es la de empatar las deudas contraídas por las empresas no financieras con sus ingresos obtenidos por la venta de los bienes y servicios que producen, es decir, transformar las deudas de corto plazo (principalmente préstamos bancarios) en deudas de largo plazo, a través de la emisión de títulos financieros. El supuesto en el cual descansa el funcionamiento del mercado de valores, es que éste es un espacio de intermediación eficiente porque los precios de los títulos financieros (acciones), que emiten las corporaciones no financieras (y que compran las instituciones financieras no bancarias) son correctos porque reflejan la escasez de los mismos. En este espacio no existe la especulación porque los títulos que se comercian y los agentes que intervienen en éste son muchos, por tanto, el mercado de valores es amplio y profundo y por ende, ningún agente puede influenciar en los precios de los activos financieros.

En el segundo apartado, se discute la visión de Keynes sobre el funcionamiento de la banca y el mercado de valores bajo un mundo de incertidumbre. Este autor, parte del supuesto que el dinero es endógeno porque se crea a partir de las necesidades de crédito de las empresas no financieras, por consiguiente, las instituciones financieras son claves en el crecimiento económico. El mercado de valores, por otro lado,

desempeña la función de canalizar fondos necesarios para las empresas no financieras y los bancos, sólo que a diferencia de la visión neoclásica, este mercado es un espacio de intermediación inestable para la inversión, porque existe incertidumbre y especulación sobre la tasa de interés futura, la cual afecta el precio de los títulos financieros. Además es inestable porque el precio de las acciones de las empresas no financieras se establece por las expectativas de los rendimientos futuros que los agentes que compran estos títulos creen obtener.

En la tercera sección se discute la aportación de Minsky acerca de la intermediación bancaria y del mercado de valores, a partir del planteamiento de Keynes. Cuya principal aportación es que incluye en la función de demanda de dinero, establecida por Keynes, el precio de los bienes de capital o el precio de los títulos financieros, que se mueven de manera independiente a la tasa de interés. Para este autor, la especulación se refleja a través del movimiento de los precios de los títulos financieros y la endogeneidad del dinero se da cuando los bancos ligan el otorgamiento de los créditos a los precios de los títulos financieros que poseen. Finalmente en el último apartado se presentan las conclusiones de este capítulo.

## ***1.2 La banca y el mercado financiero como intermediarios (versión neoclásica)***

### *1.2.1 Supuestos*

Para comprender la intermediación financiera desde la perspectiva neoclásica, es necesario establecer algunos de los supuestos fundamentales de esta corriente teórica:

Graziani (2003) explica que desde la perspectiva de la teoría dominante, el ahorro determina el nivel de inversión, a través de la tasa de interés establecida en el mercado de fondos prestables.

La tasa de interés se establece, "...por los factores reales que influyen sobre la demanda y oferta de fondos; es decir, [depende] de la productividad del capital, por una parte y de la frugalidad de los ahorradores, por la otra. Con una productividad dada, la demanda de fondos de inversión es función de la tasa de interés en el mercado." (Mántey:1997:78)

En estas condiciones, un aumento de la cantidad de dinero lo único que provocará es un aumento en la demanda de bienes, que sin un cambio en la producción real y manteniendo inalterada la tasa de interés real (productividad marginal del capital y la preferencia entre el consumo presente y futuro) tenderá a aumentar los precios

nominales. Por ende, bajo el supuesto del pleno uso de los factores productivos (o sea la productividad marginal del capital que coincide con el pleno empleo) el aumento de la cantidad de dinero sólo afectará el nivel de precios y las variables monetarias dejando las variables reales sin cambio. Así pues, esta teoría yace bajo la perspectiva de la neutralidad del dinero.

Para esta escuela del pensamiento económico, la cantidad de dinero es determinada de manera exógena, o sea, es establecida por el banco central (BC), aunque este supuesto es importante no es clave, ya que para Wicksell es una variable endógena y el BC no controla la oferta monetaria sino la tasa de interés a la cual se conceden los préstamos.

Desde la perspectiva de Wicksell existen dos tipos de tasas de interés la monetaria (impuesta por el banco central) y la tasa de interés natural, la cual refleja el pleno uso de los factores productivos (esta tasa es constante). La divergencia entre ambas tasa trae consigo que la tasa de interés monetaria oscile entre la tasa de interés natural mediante un proceso acumulativo de créditos moviendo los precios y la tasa de interés con rezagos y generando ciclos económicos acotados.

Bajo este contexto, “Si la tasa de interés monetaria es menor que la tasa de interés natural, *ceteris paribus*, se expande el crédito, sube la inversión incrementando la tasa de rendimiento de los empresarios por encima de la tasa de interés monetaria. Los precios suben porque los insumos están limitados por el pleno empleo de los factores productivos y, finalmente la tasa de interés monetaria incrementa con ciertos rezagos. El retorno al equilibrio (el final del proceso acumulativo) es detonado por una caída de las reservas del banco central. Lo cual, lleva a un aumento de la tasa de interés por parte de esta institución y una reducción del crédito (baja la inversión y la tasa de rendimientos de los empresarios) hasta que se igualen la tasa de interés del banco central y la tasa de interés natural.” (Levy:2012:17)

### **1.2.2 Intermediación bancaria ( intermediación indirecta)**

Gurley y Shaw (1960), catalogan a la banca comercial como un intermediario financiero del sistema monetario, porque compra y vende valores primarios, aunque también desempeña la función de captación de ahorro y administrador de pagos.

“Los bancos son los intermediarios con los que una persona ordinaria interactúa con mayor frecuencia, si alguien necesita un préstamo para comprar una casa o un automóvil, por lo general lo obtiene de un banco comercial.” (Mishkin:2008:8)

La banca capta ahorro vía depósitos a la vista de los agentes que presentaron un superávit al consumir menos que su ingreso y los canaliza al otorgamiento de créditos a los agentes deficitarios, los cuales necesitan dinero para sus proyecto de inversión. Por tanto, "...un banco tiene a virtud de juntar a los prestatarios y prestamistas finales y proporcionar a los primeros la oferta de préstamos que de otro modo no existirían." (Fisher:1911:37)

En esta visión teórica, los bancos solo otorgan créditos con base al monto de depósitos a la vista que reciben, por tanto, solo se le considera como un "...intermediario entre ahorradores e inversores." (Graziani:2002:48)

Pero de acuerdo con Fabozzi (1996), la banca comercial no sólo obtiene sus fondos por medio de los depósitos del público, sino también; i) a través de préstamos del banco central u otras entidades financieras y; ii) por la venta de títulos a redescuento de sus clientes, por ende obtiene recursos a través del mercado de valores, que es el espacio en donde las instituciones financieras no bancarias ejercen principalmente su participación.

Por tanto, "El monto de los créditos depende de los depósitos o de la liquidez que la banca pueda recolectar en el mercado de valores." (Levy:2012:21)

Para comprender cómo opera un banco examinaremos la hoja de balance de éste, la cual como su nombre nos indica "...refleja el equilibrio entre las fuentes de recursos y sus usos." (Ramírez:2001:100)

Activos totales = Pasivo total + Capital

"Los activos de un banco representan los usos o destinos de los recursos bancarios, los activos productivos que rinden pago de intereses, permiten a los bancos generar utilidades." (Ramírez:2001:104)

Los pasivos representan las obligaciones contraídas por los bancos, para éstos los depósitos a la vistas se ubican en este rubro, porque el banco al aceptar el depósito se compromete a regresa mínimo la misma suma de dinero a sus clientes.

El capital, es el derecho que tienen los propietarios sobre los activos netos que surgen por las aportaciones de éstos.

Con base en este enfoque, la banca al ser solamente un intermediario su única fuente de ingresos para generar utilidades es concediendo préstamos. Así pues, bajo esta

visión teórica, la actividad de una institución financiera bajo sus hojas de balance es la siguiente.

Ejemplo 1. El banco comercial recibe un depósito en efectivo por \$400 pesos, éste se contabiliza en las hojas de balance como un pasivo (1), al mismo tiempo pasa a formar parte del activo del banco en cuestión (2), porque entra a la cuenta de caja.

Activo	Pasivo
Caja	Depósito a la vista
\$400 (2)	\$400 (1)

Para el banco no sería negocio tener el dinero captado en su cuenta de caja, debido a que necesita obtener recursos para hacer frente a los compromisos de pago que generan su funcionamiento como los sueldos y salarios de sus empleados, por tanto, el banco para hacerse llegar de efectivo, presta el dinero que obtuvo por los depósitos.

Levy (2012: 21), enfatiza que “Específicamente, el volumen de los créditos (X) está determinado por el monto de depósitos (D) menos las reservas (R) monetarias necesarias para enfrentar retiros de liquidez (monetización de los depósitos) y políticas de encaje legal que determinan un coeficiente de reservas legales, denotadas por el signo  $\lambda$  que, desde esta perspectiva, garantiza la solvencia de los bancos e, indica el número de veces que puede multiplicarse la circulación de los depósitos.”

Por tanto, la expansión del crédito queda denotada de la siguiente manera:

$$X = \frac{D - R}{\lambda} \quad 0 > \lambda > 1$$

El coeficiente de reserva sirve para cubrir las diferencias que se presenten entre depósitos y retiros. Los bancos van a determinar este coeficiente respecto a las costumbres en como los agentes realizan sus pagos. Este coeficiente es menor que 1 y mayor que cero, porque no puede abarcar el total de los depósitos y tampoco puede ser negativo.

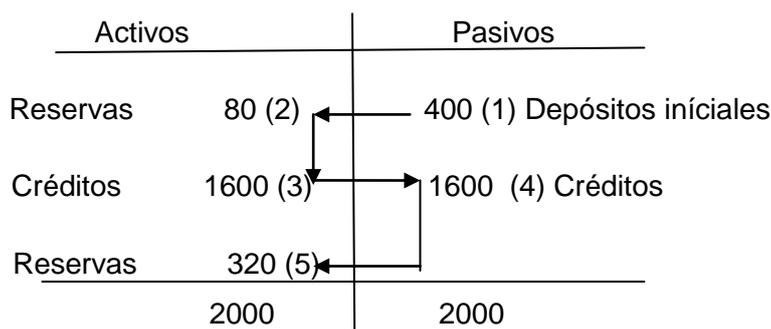
En el ejemplo 1, si el banco recibe un depósito de \$400 pesos y se establece un coeficiente de reserva de .20 debe retener \$80 pesos. Bajo esta afirmación, el banco puede conceder créditos hasta por \$1600 pesos. Los cuales serán depositados en la

cuenta del prestatario, generándole una necesidad de reservas al banco por \$320 pesos.

$$X = \frac{400 - 80}{.20} = 1600$$

En balance se releja en el diagrama 1:

**Diagrama 1**



Levy (2012), proporciona otro ejemplo del funcionamiento de las hojas de balance de la banca, pero desde la perspectiva de una política monetaria expansiva, es decir, cuando el banco central decide comprar los bonos que emite, lo cual provoca que las reservas de las entidades financieras aumenten, y debido a que éstas no le generan utilidades, "...el banco amplía los créditos, los cuales, se supone serán demandados.<sup>1</sup> El otorgamiento de créditos se realiza mediante la emisión de una deuda bancaria (distinta al dinero legal o el oro) por tanto se depositan en la cuenta de cheques del prestatario o se debitan a un tarjeta." (Levy:2012:22)

La operación anterior queda registrada de la siguiente manera, el banco central compra bonos por \$400(1) pesos los cuales deposita en un banco, por ende, las reservas del intermediario financiero bancario, aumentan en \$400 (2), cae el monto de valores gubernamentales en los activos por \$400 (3), de los \$400 que recibió en depósito el banco guarda \$80 (4) en sus reservas y presta \$1600 (5), que a su vez se depositan en la cuenta de los prestatarios final (6), de los cuales vuelve a guarda \$320 pesos (7) en sus reservas.

<sup>1</sup> La teoría neoclásica supone que toda la oferta de dinero se demanda, porque siempre hay agentes dispuestos a pedir prestado, independiente de la tasa de interés existente

Estos movimientos se pueden ver en el diagrama 2:

**Diagrama 2**

	Activos				Pasivos
Reservas	(2) +400		400	(1)	Depósitos
Títulos gubernamentales	(3) -400				
Reservas	(4) 80				
Créditos	(5) 1600		1600	(6)	Depósitos
Reservas	(7) 320				
2000			2000		

Otra opción para que los bancos obtengan liquidez y puedan expandir el crédito, y que además sirve para empatar las necesidades de los ahorradores con la de los empresarios, es emitir títulos en el mercado de valores, lo que significa obtener ahorro de otros agentes como las instituciones financieras no bancarias. “Los bonos emitidos por la banca se empatan con el pago de los créditos por parte de los empresarios y de esa manera, la banca tendrá liquidez para enfrentar los retiros de los depositantes, o sea, el incremento de los créditos depende del desarrollo financiero del mercado de valores (y monetario) y la diversidad de instrumentos financieros para la captación temporal de ahorro.” (Levy:2012:23) Esto genera un mayor volumen de deuda con relación al crédito otorgado.

### **1.2.3 Intermediación en el mercado de valores (intermediación directa)**

En el mercado financiero tiene lugar la intermediación directa porque, “...los prestatarios solicitan fondos en préstamo directamente a los prestamistas en los mercados financieros vendiendo valores (también denominados instrumentos financieros), los cuales son derechos sobre los ingresos o activos futuros del prestatario. Los valores son activos para la persona que los compra pero son pasivos (pagarés o deudas) para el individuo o empresa que los vende (emite).” (Mishkin: 2008:24)

Existen tres canales en los cuales la emisión de valores primarios pueden fluir al mercado, “...el primero... estas emisiones pueden ser vendidas directamente a otras unidades no financieras. Segundo... pueden ser vendidas al sistema monetario...el tercero y nuevo método es que los valores primarios pueden ser vendidos a intermediarios financieros no monetarios, donde el prestamista último adquiere

emisiones indirectas no monetarias en lugar de valores primarios o dinero.” (Gurley y Shaw:1960:200)

A través de las instituciones financieras no bancarias, en especial la banca de inversión, se ejerce la intermediación directa, porque las empresas pueden iniciar o ampliar sus actividades productivas obteniendo fondos directamente de las familias por medio de ésta. “Una forma de hacerlo es con la venta de acciones comunes. Una acción común representa la propiedad parcial en una corporación [no financiera]; está da a su propietario el derecho a votar e ciertas decisiones corporativas y participar de las ganancias. Una acción común constituye un activo financiero para el propietario y un pasivo financiero para el emisor o corporación.” (Leroy y Pulsinelli:1993:55)

Gurley y Shaw (1960), señalan que los intermediarios no bancarios que intervienen en el mercado de valores, sólo ejercen la función de intermediarios, a través de la compra y venta de valores primarios y creando reclamos no monetarios contra sí mismos, los cuales toman la forma de depósitos de ahorro, acciones, y otras obligaciones. Estos reclamos contra sí mismos son deudas indirectas no monetarias o activos financieros como las acciones. Por lo que estas instituciones sí valorizan los ahorros mediante el pago de rendimientos sobre sus fondos adquiridos, a diferencia de las instituciones financieras.

Una característica de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios que interactúan en el mercado de valores, es que operan con economías de escala que les permiten, “...abaratar la obtención de información indispensable para invertir con la seguridad y rentabilidad necesaria, por otra parte el gran volumen de sus inversiones les permite una diversificación de riesgos mucho mayor de lo que un particular puede lograr.” (Ramírez:2001:14)

Por tanto, los mercados financieros o mercados de valores “ejecutan la función económica esencial de canalizar fondos de las familias, las empresas y los gobiernos que han ahorrado sus excedentes al gastar una cantidad menor de su ingreso, a aquellos que tienen un déficit de fondos porque han gastado una cantidad mayor a sus ingresos”.” (Mishkin: 2008:23)

Fabozzi (1996), menciona que los mercados financieros tienen otras funciones como:

- i) La interacción de compradores y vendedores en un mercado financiero determina el precio del activo comercializado, lo que quiere decir que el mercado financiero es el lugar donde se fijan los precios. Bajo este

contexto, en un mercado eficiente los precios reflejan la información agregada de todos los participantes del mercado, por tanto, es inútil tratar de pronosticar el precio futuro de un título financiero para obtener ganancia financiera.

- ii) Los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda su activo financiero en el momento que éste lo decida. Por tanto, se parte del supuesto que este espacio de intermediación es amplio y profundo, o sea, existe una gran cantidad de oferentes y demandantes de títulos financieros, que proporcionan una liquidez al mercado de valores. Al existir muchos oferentes y demandantes no existe la posibilidad de que un agente domine el precio de los títulos financieros.

De manera general, se enfatiza que el papel fundamental del mercado de valores es empatar las deudas de corto plazo con las de largo plazo, a través de la emisión de títulos que hacen coincidir las utilidades que se generan en la producción de las empresas no financieras con el pago de las deudas. Los bancos también recurren al mercado de valores para fondear sus problemas de liquidez, a través de la venta de títulos de crédito emitidos a redescuento, los cuales son adquiridos principalmente por los intermediarios financieros no bancarios.

Esta visión teórica, resalta la intermediación a través del mercado de valores porque permite ligar los activos financieros con los activos productivos, por tanto, entre más profundo y amplio sea éste, mayor será el crecimiento económico de un país, además de que en el mercado de valores se ejerce una intermediación eficiente.

#### **1.2.4- Hipótesis de los mercados eficientes**

El concepto de mercado eficiente recae sobre la premisa de que los precios siempre reflejan toda la información disponible.

Por tanto, un mercado eficiente es "...un mercado en el que las empresas pueden tomar decisiones de inversión productivas, y los inversionistas pueden elegir entre los valores que representan la propiedad de las actividades de las empresas bajo el supuesto de que los precios de los títulos en cualquier momento reflejan plenamente toda la información disponible." (Fama:1970:383)

En este sentido, se supone que dentro del mercado de valores existe un gran número de agentes, los cuales al buscar maximizar sus ganancias crearan una competencia por predecir el precio futuro de los títulos financieros, que llevará a que los precios

reales de los valores reflejen toda la información disponible (pasada y presente), concretamente, esta competencia entre los agentes provocará que el precio oscile alrededor del valor intrínseco de los instrumentos financieros. O sea, el mercado de valores debe ser amplio y profundo.

De esta forma, “Los mercados están estructurados de manera que puedan entrar muchos participantes. Mientras algunos de ellos estén pendientes de oportunidades de ganancia no explotadas (a menudo denominadas dinero inteligente), eliminarán las oportunidades de ganancias que aparezcan, porque al hacerlo así obtienen una ganancia.” (Mishkin:2008:162)

Para que un mercado sea eficiente, además de la necesidad de competencia que conducirá a los precios a reflejar toda la información disponible, se necesitan otras condiciones, estas son;

- i) La información debe estar disponible para todos y no debe tener costo
- ii) No debe haber costos de transacción para los valores negociables.
- iii) Todos los agentes están de acuerdo con las implicaciones que la información actual ejerce en los precios actuales de los valores.

A pesar de que el cumplimiento de estas condiciones sería lo ideal, Fama (1965:387) reconoce que “... estas son condiciones suficientes más no necesarias para que un mercado sea eficiente.” Porque mientras el número de participantes con acceso a la información disponible sea lo suficientemente amplio, ninguno de ellos podrá analizar de mejor manera que los demás la información existente y los costos de transacción son conocidos y tomados en cuenta por los participantes; de esta forma, las condiciones anteriores no se cumplen en sentido estricto pero el mercado será eficiente.

Bajo este contexto, Fama (1970) propone tres niveles para medir la eficiencia del mercado de valores, el primero es la prueba de forma débil, el segundo, la prueba de forma semi-fuerte y el tercero, la prueba de forma fuerte.

La prueba de forma débil, establece que los precios actuales de mercado reflejan la información de los movimientos históricos en los precios y por ende, no se pueden predecir los cambios futuros en los precios, porque los cambios futuros son muy independientes de los pasados, de esta forma no pueden existir ganancias de capital debidas al azar.

La prueba semi-fuerte afirma que toda la información está disponible al público y que ésta en su conjunto refleja los precios actuales de los valores. Lo que se resalta en esta prueba es la rapidez con la que sale la información a los inversionistas y que ocasiona que nadie tenga ventajas o rendimientos de capital, porque cuando alguien quiera efectuar una compra o venta de valores, el precio de éste ya incluirá el efecto de la información publicada.

La prueba fuerte indica que los precios actuales de los títulos financieros en el mercado reflejan toda la información (pública, histórica y confidencial o privilegiada). Lo que significa que nadie, ni siquiera teniendo información privilegiada, podrá obtener ganancias por cambios en los precios.

Finalmente, los seguidores de esta postura teórica suponen que los mercados de valores tienden a ser eficientes pero sin llegar a serlo en su totalidad, esto porque la mayoría de los precios de los valores reflejan de cierta forma la información disponible, lo cual no quiere decir concretamente que la información este bien interpretada y por consiguiente muestre el valor real se éstos.

### ***1.2.5 Crítica ortodoxa hacia el planteamiento de la eficiencia de la intermediación en el financiamiento a la producción; el caso de países en desarrollo***

La corriente neoliberal critica el planteamiento ortodoxo porque centran su estudio al sistema financiero de los países desarrollados, en donde se supone que existen mercados de valores amplios y profundos, en el sentido que igualan las tasas de rentabilidad privadas y que los empresarios tienen las mismas oportunidades de producción entre sí.

Desde la perspectiva neoliberal, los países en desarrollo son economías fragmentadas en el "...sentido de que las empresas y las unidades familiares se encuentran tan aisladas que han de afrontar diferentes precios efectivos para la tierra, la mano de obra, el capital y los productos, y no tienen acceso a la misma tecnología. Entonces las autoridades no pueden presumir que el sector privado vaya a disponer de oportunidades de inversión socialmente rentables, ya que los precios prevalecientes no tienen que reflejar necesariamente una autentica escasez económica." (Mckinnon:1974:7)

Esta fragmentación en los precios se debe principalmente a la intervención del gobierno a través de subsidios, protección arancelaria, licencias de importación concesiones fiscales.

Los subsidios afectan la intermediación, porque en el caso de los bancos, estos subsidios se traducen en cobrar bajas tasas de interés a pequeñas élites urbanas establecidas por el gobierno.

La razón por la cual el pensamiento neoliberal considera que la intermediación bancaria en países en desarrollo no es eficiente, es porque el crédito bancario en estos países está enfocado a pequeñas elites urbanas consideradas por el gobierno como claves para el crecimiento económico como, actividades importadoras con licencia de exclusiva; exportaciones especializadas, empresas internacionales y más aún el déficit corriente del gobierno; ello limita los recursos para los demás prestatarios, por tanto, esta situación lleva al resto de los agentes a pedir crédito a los usureros, prestamistas prendarios y cooperativas.

Los bancos al estar obligados a canalizar el mayor porcentaje de sus recursos a las empresas clave a bajas tasa de interés, se ven incapacitados "...para obtener tasas de rendimiento de alto equilibrio de los préstamos que conceden a sus clientes privilegiados, [lo cual] se refleja a su vez en un bajísimo rendimiento para sus depositantes." (Mckinnon:1974:84)

El bajo rendimiento para sus depositantes, trae consigo que el ahorro interno en estas economías sea reducido comparado con el de países desarrollados. Por tanto, la tasa de interés al ser fijada por el gobierno no será la correcta como supone el planteamiento neoclásico, y por ende no conducirá al equilibrio entre el ahorro y la inversión o al pleno empleo de los factores productivos.

Para contrarrestar estas desviaciones o también llamada represión financiera, Mckinnon (1974) propone liberalizar las tasas de interés pasivas y activas con el fin de que los bancos establezcan tasas de interés reales altas que financien inversiones que proporcionen tasas de rendimientos igualmente altas, que generarán mayor crecimiento económico. El alza en las tasa de interés pasivas de los bancos fomentaría a su vez una mayor captación de ahorro lo cual se traduciría en un crecimiento del volumen de créditos.

Otra propuesta es eliminar los cajones de créditos, en los cuales el gobierno obligaba a los bancos a canalizar la mayor parte de sus recursos a los sectores que éste consideraba claves para el crecimiento.

Con lo que respecta al funcionamiento del mercado de valores, lugar donde intervienen las instituciones financieras no bancarias en el financiamiento a la inversión, el pensamiento neoliberal critica los supuesto neoclásicos de que; a) los

mercados de capitales son eficientes y operan sin costos, que iguala los rendimientos de los bienes de capital y los activos financieros con una sola tasa real de interés, b) “Los insumos (incluyendo el capital) y los productos son perfectamente divisibles, con rendimientos constantes respecto a la escala en la empresa prototipo. Dentro de una empresa determinada, la producción puede ser siempre considerada como una réplica en miniatura de la función de la producción agregada, en que todas las empresas tengan acceso a igual tecnología y a idénticos precios en los mercados de productos y factores.” (Mckinnon:1974:52)

El reducido desarrollo del mercado de capitales en los países en desarrollo provoca que “Todas las unidades económicas se confinan en el autofinanciamiento, y no vale la pena distinguir entre ahorradores e inversionistas... [y]... el tamaño reducido de las empresas familiares implica que las indivisibilidades en la inversión son de importancia considerable.” (Mckinnon:1974:68)

En consecuencia, las empresas no financieras en los países en desarrollo al no contar con los préstamos bancarios necesarios se limitan a inversiones con discreto uso tecnológico, por tanto, con un conjunto de empresas familiares con diferentes niveles de eficiencia en el uso del dinero, tierra y capital, trae consigo tasas de rentabilidad del capital físico y financiero muy dispersas que reflejan la deficiente asignación del capital existente y que limitan la nueva acumulación de capital, por ende se presume que estas economías cuentan con “...unos mercados de capital absolutamente imperfectos.” (Mckinnon:1974:69)

Para hacer eficiente el mercado de valores, Mckinnon (1974) propone liberalizar y unificar el mercado de capitales, esto con el fin de acrecentar las tasas de rendimiento para los ahorradores, al ampliar las oportunidades de inversión.

### **1.3 Keynes, Banca y mercado de valores**

#### **1.3.1 Supuestos**

La concepción de Keynes sobre el dinero y el papel de los intermediarios financieros revolucionó la teoría del pensamiento económico, porque a los bancos les atribuyó una función especial en el financiamiento a la producción mediante el otorgamiento de créditos independientemente de los ahorros (O sea, el banco puede crear dinero exnihilo), por tanto, el dinero al afectar la producción deja de ser neutro y es determinado por las necesidades de crédito de los agentes.

En ese tenor, Keynes (1971c:285) establece que el papel del sistema crediticio es el de "...proveer los fondos líquidos que son requeridos, primero que nada, por el empresario durante el período anterior a su gasto actual y; después, por los beneficiarios de este grado durante el período anterior a que tengan que decidir cómo emplearlo."

Este autor, cuestionó el supuesto neoclásico que la tasa de interés es la variable que lleva al ahorro y a la inversión al equilibrio y, postuló que ésta es una variable monetaria que se establece a través de la oferta de dinero y la preferencia de liquidez y se determina en el mercado de valores (al igual que en el postulado neoclásico).

De acuerdo, a esta visión el mercado de valores es un espacio de intermediación financiera donde las instituciones financieras no bancarias realizan el comercio de títulos financieros. Su diferencia con el planteamiento de los neoclásicos es que su financiamiento es ineficiente. En consecuencia el mercado de capitales no es una fuente de financiamiento estable porque como Keynes (1936:139) expresa "...en las valuaciones del mercado entran consideraciones de todas clases que de ninguna manera se relaciona con el rendimiento probable."

### **1.3.2 Origen del dinero, banca comercial y creación de dinero**

Keynes (1930) establece que la función principal del dinero es la de contabilizar las deudas y los precios. Estas deudas se determinan por contratos, lo cuales son una obligación que deben cumplir los involucrados.

Para poder liberar las deudas se necesita que exista dinero por sí mismo, el cual es "...aquel que se entrega para pagar deudas." (Keynes:1930:29)

En el proceso de saldar deudas surge el dinero bancario (que está avalado por el estado), el cual "...es simplemente un reconocimiento de deuda, expresado en dinero de cuenta, que se utiliza como dinero circulante propiamente dicho para liquidar transacciones." (Keynes:1930:31)

Para que el dinero bancario exista se necesita de una institución que lo emita llamada banca comercial. "Esta clase de bancos crean derechos contra ellos mismos tomando dinero mediante lo que, a partir de ahora, llamaremos depósitos y utilizando dos clases de procedimientos. Según el primero, los crean a favor de los depositantes individuales y a cambio del dinero recibido en efectivo o mediante la entrega de una orden (es decir, cheque que autorice a transferir un depósito de algún banco)...pero

hay una segunda forma mediante la cual el banco puede crear derechos contra sí mismo... [ésta es por] hacer préstamos.”(Keynes:1930:44-45)

El negocio de un banco proviene de la acción de emitir activos constantemente, a través del otorgamiento de préstamos, lo cuales, el banco puede crear exnihilo (es decir de la nada).

Bajo la concepción anterior, “... los depósitos creados activamente, lejos de provenir de los depósitos creados pasivamente sucede justo al revés.” (Keynes:1930:46) O sea, los créditos determinan el volumen de depósitos, cuestionado con esto el supuesto neoclásico que los depósitos provenientes de los ahorradores van a determinar el volumen de préstamos.

Keynes argumenta que en un sistema bancario cerrado, donde todos los pagos se realizan a través de cheques, y en el cual los bancos no creen necesario mantener dinero en efectivo en sus reservas de caja porque sus saldos interbancarios pueden ser cubiertos con transferencia de otros activos, es evidente que no exista límite a la cantidad de dinero bancario que estos pueden crear.

Por tanto, en un sistema cerrado los bancos no necesitaran al mercado de valores ni a los intermediarios financieros no bancarios para equilibrar sus hojas de balances sino solo se requerirá que los prestatarios paguen sus deudas.

El planteamiento anterior no fue plenamente desarrollado por Keynes. Específicamente, omite la discusión sobre la creación y destrucción del dinero desarrollada posteriormente por los circuitistas. Por consiguiente mantiene la noción del mercado de capitales como un espacio ineficiente de transformar deudas de corto plazo en largo plazo.

En este contexto, los bancos al ser los agentes que otorguen los préstamos a las empresas no financieras para la inversión productiva, son lo que “... tienen una posición clave en la transición de una escala de actividad menor a una mayor.” (Keynes:1937:668)

Aunque, cabe resaltar que para las empresas no financieras el crédito de los bancos comerciales es considerado de corto plazo, por tanto, estas recurrirán al mercado de valores y a las instituciones financieras no bancarias para fondearse con préstamos de largo plazo (emisión de acciones) y pagaran sus préstamos a las instituciones financieras.

### **1.3.3 Tasa de interés, preferencia por la liquidez y mercado de valores.**

Una persona al obtener su ingreso debe tomar dos decisiones, la primera es qué porcentaje de éste consume y la segunda consiste en decidir en qué ahorrará el porcentaje de su ingreso no consumido.

El monto de consumo está dado en función del ingreso y se considera una variable constante. Sin embargo, la segunda decisión se basará en la tasa de interés, la cual “...es la recompensa por desprenderse de liquidez durante un período determinado.” (Keynes:1936:173) Porque a través de ésta, establecerá lo que puede ganar al desprenderse de su dinero por un tiempo determinado a cambio de una deuda.

Esta tasa de interés se va a determinar por la oferta de dinero y la preferencia por la liquidez y se establecerá en el mercado de capitales.

“La preferencia por la liquidez es una potencialidad o tendencia funcional que fija la cantidad de dinero que el público guardará cuando se conozca la tasa de interés; de tal manera que si  $r$  es la tasa de interés,  $M$  la cantidad de dinero y  $L$  la función de preferencia por liquidez, tendremos  $M=L(r)$ .” (Keynes:1936:174)

Al mantener dinero como reserva de valor y al existir incertidumbre respecto a la tasa de interés futura, puede darse el caso de una pérdida al comprar una deuda de largo plazo y después convertirla en dinero, en lugar de haber conservado el dinero en esa forma.

Keynes (1936:175) señala que la preferencia por la liquidez se puede ver con mayor claridad en economías que cuenten con mercados de valores organizados para comerciar deudas “...porque las diferentes personas estimarán de modo diverso las posibilidades y cualquiera que difiera de la opinión predominante, tal como se manifiesta en las cotizaciones del mercado, puede tener algún motivo de peso para conservar recursos líquidos con el fin de realizar ganancia.”

Este autor menciona que cuando se tiene la predicción de que la tasa de interés futura tendrá una tendencia alcista provocará que los agentes no se desprendan de su ahorro (incremento del atesoramiento); e inversamente, cuando se tiene una predicción de tasas de interés a la baja éstos incrementarán porción de ahorro que se canalizará al mercado financiero aumentando el ahorro financiero.

Así, la existencia de un mercado organizado generará grandes cambios en la preferencia por la liquidez debido al motivo especulación, porque cada participante tendrá opinión distinta de lo que pasara en un futuro con la tasa de interés.

El precio de los bonos y la tasa de interés "...deben ser fijado a un nivel en que el deseo de parte de ciertos individuos de mantener dinero en efectivo (porque a este nivel ellos se sienten bajistas en el futuro de los bonos) sea exactamente igual a la cantidad de efectivo disponible para el motivo especulación." (Keynes:1936:177)

La administración monetaria (banco central) afecta a la economía a través del motivo especulación, porque la demanda de dinero para este motivo se mueve por cambios en la tasa de interés y esta afecta directamente el precio de los títulos y deudas de diversos vencimientos. Las operaciones de mercado abierto influyen en la tasa de interés de dos maneras, una es haciendo variar la oferta de dinero y la otra, es que dan origen a expectativas cambiantes sobre la política futura del banco central.

Los cambios en las expectativas provocados por modificaciones en la política monetaria pueden alterar la actividad del mercado de valores (y las transacciones de las instituciones financieras no bancarias). Esta mayor actividad en el mercado de valores puede afectar la preferencia por la liquidez de manera negativa porque si los inversionistas creen que en el futuro subirán las tasas de interés no tendrán motivos para invertir y entonces mantendrán su dinero atesorado, lo cual provocará que las tenencias de dinero aumenten, inversamente si creen que la tasa de interés será baja invertirán sus recursos incluso podrán considerar la idea de pedir prestado para invertir, por tanto las tenencias de dinero bajarán.

Por tanto la demanda de dinero será "...el monto de efectivo retenido para satisfacer los motivos transacción y precaución  $M_1$  y la cantidad guardada para satisfacer el motivo especulación  $M_2$ . Correspondiendo a estos dos compartimientos de efectivo, tenemos dos funciones de liquidez  $L_1$  y  $L_2$ .  $L_1$  depende principalmente del nivel de ingresos, mientras que  $L_2$  depende de la relación entre la tasa corriente de interés y el estado de las expectativas. Así

$$M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$$

Donde  $L_1$  es la función de liquidez correspondiente a un ingreso  $Y$ , que determina a  $M_1$ , y  $L_2$  es la función de liquidez de la tasa de interés  $r$ , que determina a  $M_2$ ." (Keynes:1936:201)

La relación de  $M_2$  y  $r$  existe porque hay incertidumbre respecto al curso futuro de la tasa de interés, y la tasa de interés futura afecta la preferencia por la liquidez  $L_2$ , que conduce a la tenencia de efectivo  $M_2$ . Por lo tanto, "...se deduce que una  $M_2$  dada no tendrá relación cuantitativa alguna con una tasa de interés dada  $r$ ; lo que importa no es nivel absoluto de  $r$ , sino su grado de divergencia respecto de lo que se considera como

un nivel aceptablemente seguro de  $r$ , teniendo en cuenta los cálculos de probabilidad para esperar que, en cualquier estado de expectativas una baja de " $r$ " irá acompañada por un aumento de  $M_2$ ." (Keynes:1936:203)

Concretamente, al ser la tasa de interés un fenómeno altamente psicológico que afecta el precio de los bonos de manera inversa y al estar fijada en el mercado de valores dependerá "...no solamente de la política actual de la autoridad monetaria, sino también de las previsiones del mercado concernientes a las que seguirán en el futuro." (Keynes:1936:204)

### **1.3.4 Mercados de valores e incertidumbre**

En el mercado de valores, las empresas no financieras y las financieras encuentran fondeo a través de las instituciones financieras no bancarias. Este fondeo les va a permitir cancelar las deudas de corto plazo y cubrir los requerimientos de reserva en caja por medio de financiamiento de largo plazo. Lo anterior porque los intermediarios no bancarios tienen la función de captar ahorros de los agentes superavitarios y transferirlo a los agentes deficitarios.

Las empresas no financieras se hacen llegar de recursos por la emisión de títulos financieros, especialmente las acciones. El precio de éstas en el mercado de valores variará según la perspectiva del rendimiento esperado del capital productivo en el cual invirtió la empresa no financiera.

Las instituciones financieras no bancarias al canalizar sus fondos a las empresas no financieras, basarán la composición de sus inversiones en la variación en el precio de las acciones de estas últimas.

Sin embargo, el problema que enfrentan tanto las empresas no financieras y los intermediarios no bancarios "...es lo precario de las bases de conocimiento en que han de basarse nuestros cálculos de los rendimientos probables. Nuestro conocimiento de los factores que regirán el rendimiento de una inversión en los años venideros próximos es frecuentemente muy ligero y a menudo desdeñable."(Keynes:1936:159)

Bajo el esquema de la separación de la propiedad y la dirección y el desarrollo de mercados organizados, se permite que las instituciones financieras no bancarias revisen sus portafolios de inversión por medio de las revaluaciones diarias de la bolsa de los precios de las acciones (medido por el rendimiento probable que el mercado cree tendrán las empresas no financieras en las cuales estos invirtieron).

“Pero las revaluaciones diarias de la bolsa de valores, aunque se hacen con el objetivo principal de facilitar traspasos entre los individuos de inversiones pasadas, ejercen inevitablemente influencia decisiva sobre la tasa de inversiones corrientes, porque no tiene sentido crear una nueva empresa incurriendo en un gasto mayor que aquel a que se puede comprar otra igual existente, mientras que hay un incentivo para gastar en un nuevo proyecto lo que podría parecer una suma extravagante, si puede venderse en la bolsa con una ganancia inmediata.” (Keynes:1936:160)

Para llevar a cabo estas revaluaciones se crea una convención, la cual crea la convicción a los inversionistas que participan en el mercado de valores (entre los que se encuentran las instituciones financieras no bancarias) de que la situación actual de los negocios en los que invirtieron y por ende las expectativas del rendimiento se mantendrán por tiempo indefinido, excepto cuando se tengan razones específicas de que habrán cambios. Así pues, bajo esta concepción, se resalta que la valuación existente en el mercado de valores es correcta con relación al conocimiento de los hechos que pueden influir en el rendimiento esperado de la inversión.

Pero Keynes (1936:161), enfatiza que “...en las valoraciones del mercado entran consideraciones de todas clases que de ninguna manera se relacionan con el rendimiento probable.”(Keynes:1936:162)

Aunque, si existen mercados de valores y se puede confiar en la continuidad de la convención, se creará que “...el único riesgo que corre el inversionista es el de un cambio real en las condiciones del futuro inmediato, sobre cuya probabilidad puede intentar formarse su juicio propio, y que no es probable que el cambio sea muy grande; pues suponiendo que la convención siga en pie, estos cambios son los únicos que pueden afectar el valor de su inversión y no necesita perder el sueño por el simple hecho de no tener idea de lo que podrá valer diez años más tarde.” (Keynes:1936:162)

Por tanto, bajo la premisa anterior la inversión se vuelve razonablemente segura en períodos cortos para las instituciones financieras no bancarias y los inversionistas, porque si la convención continua tendrán la oportunidad de revisar sus portafolios de inversión y en determinado momento poder modificar su cartera antes de que ocurran grandes cambios en las expectativas sobre los rendimientos probables, o sea en el precio de las acciones. De esta forma, al hecho de que las instituciones financieras no bancarias y los inversionistas puedan vender las acciones que las empresas no financieras emiten cuando éstos lo decidan, se enfatiza que en ese momento “...las inversiones que son fijas para la comunidad, se vuelve líquidas para el individuo.” (Keynes:1936:162)

Cabe resaltar, que existen 5 razones por las cuales la confianza en dicha convención y el cálculo de los rendimientos futuros contribuyen a una mayor inestabilidad en los mercados de valores organizados. Estas razones según Keynes (1936) son:

- 1) El aumento de la cantidad de títulos que representan el capital de una empresa (acciones) en manos de gente que no tiene conocimiento del funcionamiento de la empresa no financiera, es lo que provoca que no se tenga un conocimiento real para hacer una valuación de inversión correcta, para los que poseen o quieren comprar acciones.
- 2) Las grandes fluctuaciones en el precio de las acciones que generan ganancias a los inversionistas e instituciones financieras no bancarias, crean en la gente una perspectiva errónea acerca del valor real de las acciones de una empresa no financiera que cotiza en bolsa.
- 3) La valuación convencional acerca de los rendimientos probables, establecida por la opinión de individuos ignorantes en la operación de la corporación no financiera, sufrirá grandes modificaciones debidas a los cambios en la opinión de estos individuos, acerca de los rendimientos esperados.
- 4) Se creería que los expertos profesionales (especuladores y los intermediarios bancarios y no bancarios) corregirían las desviaciones en el mercado ocasionadas por los individuos ignorantes, pero esto no sucede así ya que el especulador y las instituciones financieras bancarias y no bancarias, no dirigen sus esfuerzos en "...prever cambios en las bases convencionales de valuación con un poco más de anticipación que el público en general. No se ocupan de lo que realmente significa un valor de inversión para el hombre que lo compra para siempre, sino cuanto lo estimará el mercado dentro de tres meses o un año, bajo la influencia de masa. Esta conducta no es disparatada. Es consecuencia inevitable de un mercado organizado." (Keynes:1936:163)  
Por tanto, el especulador y los intermediarios financieros (bancarios y no bancarios) estarán alerta acerca de los cambios en las noticias que según ellos influirán más en la psicología de las masas, Así pues, "El objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos, hoy día, es ganar la delantera (*to beat the gun*), como dicen los norteamericanos; ser más listo que el vulgo y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona." (Keynes:1936:164)
- 5) El fondeo a través de este mercado es ineficiente, porque "una baja violenta en el precio de los valores de rendimiento variable que haya tenido reacciones desastrosas sobre la eficiencia del capital, puede haberse debido al

debilitamiento de la confianza especulativa o el estado del crédito.” (Keynes:1936:166) Y no precisamente a un mal funcionamiento de la empresa no financiera.

De esta manera, se puede concluir que en el funcionamiento del mercado de valores “...el desplazamiento de la tasa de interés es generalmente la parte más importante de la reacción ante un cambio en las noticias...[y]... el movimiento en los precios de os valores está, como los periódicos acostumbran a decir, fuera de toda proporción con la actividad de los negocios.” (Keynes:1936:2001)

#### ***1.4 Minsky: el papel de la banca y de los mercados financieros en el contexto de financiamiento cíclico y especulativo.***

Este autor discute, el financiamiento de la inversión en un contexto cíclico y especulativo, el cual se presenta a través de la expansión y reducción de la liquidez generada por banca, porque esta institución tiene la capacidad de ampliar la liquidez en períodos de auge y la restringe en tiempo de declive.

Esta liquidez va a depender de los precios de los activos financieros, porque a medida de que éstos aumentan se crea mayor liquidez que generará un alto endeudamiento para las empresas no financieras, el cual no podrán saldar cuando se tenga que hacer la liquidación.

##### ***1.4.1 Demanda de dinero endógena***

Minsky (1975:83-84), enfatiza que “En una economía con relaciones financieras complejas y desarrolladas, el conjunto de transacciones propias para determinar la demanda monetaria es mucho mayor que el conjunto de transacciones en bienes vinculados al ingreso final, y que la teoría convencional pone de relieve. Entre las transacciones apropiadas se cuentan los compromisos de pago de efectivo especificados en instrumentos financieros y la adquisición, la venta y financiamiento de posiciones en activos. Esos usos adicionales del dinero en un mundo de incertidumbre son la base de la doctrina de Keynes sobre la preferencia de la liquidez.” O sea, la especulación se determina considerando el conjunto de pasivos y activos de la hoja de balance.

Minsky (1975), crítica a Keynes, debido a que este último no introdujo en su función de demanda de dinero el precio de los títulos financieros dentro del motivo especulativo para demandar dinero, lo que desde el punto de vista de este autor condujo a

Keynes(1936) a relacionar los cambios en la demanda de dinero con el ingreso y la tasa de interés.

Para este autor, la demanda de dinero por el motivo especulación se centra en pedir prestado para comprar títulos financieros que presenten variaciones en sus precios, en otras palabras, “la demanda de dinero especulativa fundamental de dinero gira en torno a la medida en que se pide prestado para financiar posiciones en bienes cuyo precio está sujeto a variación; tanto como las condiciones de los préstamos en dinero, esos precios esperados de los bienes constituyen las determinantes de la demanda especulativa de dinero.” (Minsky:1975:85)

Bajo esta concepción del motivo especulativo, la función de demanda de dinero de Minsky, basada en la de Keynes, agrega en la función de la preferencia por la liquidez ( $L_2$ ) el precio de los títulos financieros ( $P_k$ ), quedando de la siguiente manera:

$$a) M=M_1+M_2=L_1(Y)+L_2(r,P_k) \quad (\text{Minsky:1975:85}) \quad (1)$$

Esta función de demanda monetaria, la tasa de interés va a reflejar la tasa de interés a la cual se piden préstamos y la demanda de dinero para el motivo especulación va a determinar el valor de los activos. O como Minsky (1975:85) resalta, “...la tasa de interés se restringe ahora a la tasa sobre los préstamos en dinero. En esta formulación, si  $M$  está dado, la demanda monetaria especulativa puede actuar como determinante del nivel de precios de los bienes de capital.”

En la formula de la demanda de dinero se agregaron dos variables. Una es el motivo precautorio ( $L_3$ ) que incluye a los compromisos privados pendientes ( $F$ ), y el efecto de la liquidez ( $L_4$ ) que circunscribe al cuasi-dinero ( $NM$ ), quedando la demanda monetaria neta de la siguiente manera:

$$b) M=M_1+M_2+M_3+M_4= L_1(Y)+ L_2(r,P_k) + L_3(F)+ L_4(NM) \quad (\text{Minsky:1975:86})$$

“Con la introducción del cuasi-dinero damos entrada, por la vía de las instituciones cuyas obligaciones son cuasi-dinero, a una determinación endógena del volumen de dinero en efectivo. Puesto que la creación de ese cuasi-dinero refleja una demanda de financiamiento.” (Minsky:1975:86) Esto refleja la idea de que los depósitos (los cuales son considerados cuasi-dinero) son creados por los bancos al conceder los créditos a los agentes de la economía.

Por tanto, la demanda de dinero para especular va a girar en torno al valor financiero de los bienes de producción, siendo esto una característica de economías en donde existe mercado de valores profundo con diversidad de instituciones financieras no

bancarias, en donde las compras de estos títulos se van a realizar por medio contraer créditos, o como enfatizaba Minsky (1975:82), “La especulación en torno al valor de los bienes de producción es característica de una economía capitalista, no una socialista. El paradigma adecuado de una economía capitalista no es una economía de trueque; el paradigma pertinente es un sistema con una City o una Wall Street donde la posesión de bienes tanto las transacciones corrientes se financian con deudas.”

#### **1.4.2 Flujo de dinero y mercado de valores**

Minsky (1975) resalta que dentro de una economía capitalista las unidades económicas se distinguen por el comportamiento de sus carteras. Esta última se define como “...el conjunto de activos físicos y financieros que posee y los pasivos por lo que está comprometida. (Los contratos de alquiler y renta son obligaciones y activos financieros; como los bonos, producen flujos de efectivo)” (Minsky:1975:80) Lo destacable es que los agentes económicos (entre los que se encuentran las instituciones financieras no bancarias) pueden tener títulos financieros en sus activos y pasivos.

En la economía capitalista cada unidad económica toma decisiones de cartera, la cual consta de dos aspectos interdependientes. El primer aspecto se refiere al hecho de qué activos deben mantenerse o comprarse y, el segundo, se relaciona al monto que ha de financiarse para la tenencia de estos activos.

Las empresas no financieras, las instituciones financieras y los intermediarios no financieros al tener activos y pasivos en sus carteras se comprometen a generar un flujo de efectivo para los cobros y pagos en efectivo, o como Minsky (1975:80) resalta, “Los activos y los pasivos dan lugar a una secuencia fechada de flujos de efectivo previstos, esto es, a cobros o pagos de efectivo.”

Pero estos activos y pasivos difieren en cuanto a los flujos de efectivo que proporcionan, porque “Los flujos de efectivo por cualquier activo o cualquier pasivo pueden tener fecha determinada o ser a la vista contingentes; pueden ser incondicionales o depender de la marcha de la economía; también pueden asociarse a la propiedad o al uso de un activo, a la adquisición o la venta de éste.” (Minsky:1975:80)

La seguridad de estos flujos de efectivo para las empresas no financieras es variable, porque ésta puede obtener estos flujos de diversas formas; por la venta del bien que produce, por la venta de la empresa o alguna de sus subsidiarias. “Más aún, existen

opciones menos radicales a las ventas de activos. El efectivo se puede obtener dando en garantía o hipotecando bienes de capital poseído previamente libres de gravamen y, en una economía cuya compleja estructura financiera incluya corporaciones conglomeradas y sociedades inversionistas controladoras, es posible allegarse de efectivo dando como garantía o vendiendo acciones comunes de una subsidiaria en operación.” (Minsky:1975:81) Y son las instituciones financieras no bancarias las que compran estas acciones comunes que las empresas emiten, a través de los recursos que captan del público en general.

Los flujos de efectivo, que se obtienen dando en garantía o hipotecando el activo tangible de la empresa no financiera, son altamente variables, debido a que “...la cantidad de dinero que puede obtenerse mediante esas transacciones depende de criterios, tanto de otros operadores actuales o potenciales de [cierta empresa no financiera] como de banqueros especializados en comercio o bien en inversión, acerca de la capacidad de la [empresa no financiera] de que se trata para generar flujos de efectivo con la misma o con otra administración, dentro del mercado económico previsto.” (Minsky:1975:81)

El financiamiento a las empresas no financieras a través de la venta de acciones, es ineficiente ya que el éxito de obtenerlo no solo depende del comportamiento del mercado en cuanto a producción se refiere y de la situación económica imperante en un momento determinado “... sino también de los mercados financieros, respecto a los términos en que pueda obtener préstamos, vender activos o emitir acciones.”

#### ***1.4.3 Decisiones de inversión y ganancias de capital***

Cuando una empresa no financiera desea invertir en bienes de producción, tendrá que decidir si hace esta inversión con fondos internos y si no es así, elegir qué porcentaje de ésta la lleva a cabo con fondos internos y qué porcentaje lo hace con fondos externos (deuda).

Los fondos internos son las ganancias netas que la empresa no financiera cree que recibirá en el futuro, las cuales dependen de las condiciones de la economía mientras que las deudas son independientes del curso de la economía.

Si una empresa no financiera desea invertir sólo con sus fondos internos, el límite de ésta se determinará por el nivel de ganancias netas y el precio de oferta de los bienes de producción. Pero si la empresa no financiera elige una mayor inversión, parte de esta será financiada por fondos internos y el resto por deuda, la cual puede ser contraída por la emisión de acciones. Cabe mencionar, que para que se realice la

inversión, el precio de demanda debe ser mayor al precio de oferta, o sea, los rendimientos esperados deben ser mayores de lo que cuesta producir el determinado bien de capital.

El movimiento de los precios de demanda y los precios de oferta se explican con base en dos tipos de riesgos. El primero se refiere al riesgo de prestatario, el cual resalta en primer lugar, que las empresas no financieras no tienen plena seguridad en obtener los flujos de ingresos esperados. En palabras de Minsky (1975:20) "...la tasa de capitalización para cualquier tipo de bien de capital que haya de usarse en algún ramo comercial particularmente disminuye a medida que aumenta la cantidad poseída. En segundo lugar, como el prestatario considera ciertos los flujos de efectivo por deuda y como inciertos los rendimientos probables, aumentar la relación de inversión financiada mediante deuda disminuye el margen de seguridad y de ese modo reduce su tasa de capitalización que el deudor aplica a [los rendimientos probables]." El riesgo del prestatario es muy subjetivo y no se contempla en los contratos.

El segundo riesgo, es el de prestamista, el cual se encuentra en los contratos y se reflejan en las condiciones que se les imponen a las empresas no financieras al pedir créditos, donde se incluye tasas de interés y restricciones al pago de dividendos para los accionistas de ésta. "El riesgo de prestador aumenta con el aumento de la relación de deuda a financiamiento de valores o en la relación flujos de efectivo comprometidos a probables flujos de efectivo totales." (Minsky:1975:121)

Por tanto, al existir riesgo del prestatario y del prestamista, las decisiones de inversión se realizarán por debajo del nivel de pleno empleo, por las diferentes valuaciones que hacen cada uno de los agentes.

Así, cuando un empresario realiza una inversión con deuda, éste esperará obtener un rendimiento menor que si hubiera llevado ésta a nivel de pleno empleo, pero si se da el caso de que al integrar estos nuevos bienes de capital a la producción generen rendimientos superiores a los esperados (o sea, compatibles con el nivel óptimo de inversión). El inversionista productivo obtendrá una ganancia de capital porque su nivel de capitalización (o sea, sus ingresos) será mayor que el esperado. Por tanto, la deuda para el prestatario como para el prestamista será más segura, lo que conducirá a una disminución de la tasa de interés, "...pues se habrá demostrado que la prima por riesgo del prestador era excesiva. Como resultado, también los poseedores de bonos obtendrán una ganancia de capital... Lo cual debe reflejarse en el precio que esas acciones alcancen en la bolsa." (Minsky:1975:122)

Cuando la situación anterior se ve reflejada de forma generalizada en la economía, se dice que existe un mejoramiento de la confianza y el crédito que nos conducirá al proceso cíclico y especulativo del financiamiento a la inversión (lo que Minsky denominó hipótesis de la inestabilidad financiera.)

#### **1.4.4 Hipótesis de la inestabilidad financiera**

La hipótesis de la inestabilidad financiera parte del supuesto que las empresas no financieras recurren a los bancos para financiar la adquisición de activos productivos, y las familias y las instituciones financieras no bancarias utilizan los créditos bancarios para financiar la compra de activos financieros.

La hipótesis de la inestabilidad financiera se da cuando existe un mejoramiento de la confianza y del crédito, porque en este período los bancos aumentan el crédito a la inversión, en esta situación de mejoramiento del estado del crédito las empresas no financieras que operaban bajo una estructura de pasivos compatible con el estado de confianza anterior se encontrarán con un margen ocioso de capacidad de crédito.

Entonces, como se ha mencionado, este mejoramiento del estado del crédito conducirá a que las empresas no financieras pidan créditos para invertir en activos productivos, lo cuales le generarán un aumento en los rendimientos corrientes. Al aumentar los rendimientos corrientes de las empresas no financieras, las familias e instituciones financieras no bancarias contraerán deudas con los bancos para comprar las acciones de dichas empresas. Así, “Es de esperar que un aumento en los préstamos pedidos para poseer acciones acompañe a un aumento en el deseo de financiar mediante deuda la adquisición de bienes de capital. De tal suerte, con una oferta fija de acciones suben los precios de ellas.” (Minsky:1975:132)

Entonces, bajo expectativas de mejoramiento del estado del crédito se produce un auge, en el cual, los bancos venden sus valores financieros, principalmente gubernamentales, para conceder préstamos (estos valores la banca se los vende principalmente a las familias, empresas no financieras y a instituciones financieras no bancarias).

Concretamente, se puede destacar que durante el auge, la estructura de pasivos cambia porque; “Las empresas no financieras se comprometen más decididamente en el financiamiento por deuda, las familias y las empresas [no financieras] recortan su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con su deuda y los bancos incrementan sus préstamos a expensas de la posesión de valores, especialmente deuda pública.” (Minsky:1975:134) Por tanto, a medida que avanza el auge, las

familias, empresas no financieras, bancos e intermediarios no bancarios se ven alentados a adoptar posiciones más arriesgadas.

El problema deviene cuando las obligaciones de pago del financiamiento adquirido por las empresas no financieras es mayor a los ingresos que éstas obtuvieron por la venta de sus productos, ocasionando que la demanda especulativa de dinero incremente, "...debido a que se ve un aumento del peligro emanado de las estructuras de pasivo." (Minsky:1975:136) Concretamente, en este momento las empresas no financieras, las familias, los bancos y los intermediarios no bancarios, tratarán de vender sus activos financieros para pagar sus deudas y en el caso particular de los bancos estas ventas servirán para aumentar sus reservas.

La venta masiva de títulos financieros, por ende, conducirá a una baja en los precios de las acciones, lo cual "es uno de los aspectos de una situación de crisis." (Minsky:1975:136)

Ante esta situación, las empresas no financieras, las instituciones financieras no bancarias y los bancos comerciales se enfocarán a sanear sus balances a través de la consolidación de sus pasivos (esto significa cambiar deuda de corto plazo próxima a vencer por deuda de largo plazo). "esa consolidación puede mostrar tendencia a sostener incluso a elevar las tasa de interés en el largo plazo." (Minsky:1975:137)

Esta transición indica el paso de un período de auge a uno de declive que puede terminar en una crisis de deflación por deuda, el cual esta caracterizado por una contracción del crédito, situación que frenara la inversión provocando desempleo y depresión. En este contexto "... el banco central actuando como prestador de último recurso, [quien] hará detener la deflación de la deuda y la reducción del ingreso que la acompaña." (Minsky:1975:138)

La magnitud de la depresión en una economía estará dada por la estructura de pasivos que asumen las empresas no financieras, bancos e instituciones financieras no bancarias. Estas estructuras de pasivos son clasificadas como; cubiertas, especulativas y ponzi.

Las empresas que por su estructura de pasivos son catalogadas como cubiertas, son aquellas que pueden solventar el pago de interés y el capital de sus compromisos de deuda en todos los períodos, incluyendo los iniciales.

Las empresas especulativas, son aquellas que pueden cubrir el pago del principal en todos los períodos, "...con excepción del primer período donde necesitan financiamiento adicional)." (Levy:2001:95)

"Para las unidades ponzi, los flujos de efectivo de las operaciones no son suficientes para cumplir con el pago ya sea del principal o de los intereses devengados por las deudas pendientes, [en todos los períodos]." (Minsky:1992:7) Por tanto, en cada uno de los períodos necesitan pedir prestado.

El cambio de condiciones (menores créditos o aumentos de la tasa de interés) afectara a la economía de acuerdo al promedio de endeudamiento de sus empresas. Si dominan estructuras financieras cubiertas el impacto de la modificación de costos y disponibilidad de crédito será mucho menor que si dominan estructuras especulativas o ponzi.

Minsky (1975:140), resalta que "A medida que menguan las repercusiones de la deflación de la deuda, a medida que sobreviene la desinversión y a medida que se restauran las posiciones financieras durante la fase de estancamiento, empieza cierta recuperación y cierta expansión. Esa recuperación comienza tanto con los recuerdos vivos de la pérdida sufrida a causa de las arriesgadas posiciones de pasivos durante la deflación de la deuda como con estructuras de pasivos saneadas de deudas."

Así pues, mientras la economía se va acercando al pleno empleo, surgirán analistas que resaltarán que el proceso cíclico ha desaparecido y que se está iniciando un proceso de crecimiento inquebrantable, en el cual se podrán contraer deudas a través de nuevos instrumentos financieros (innovaciones financieras) que, "...garantizarán que las crisis y las deflaciones de la deuda son ya cosa del pasado. Pero en realidad ni el auge, ni la deflación de la deuda, ni el estancamiento, y desde luego tampoco una recuperación o un crecimiento con pleno empleo pueden prolongarse de manera indefinida." (Minsky:1975:140)

Por tanto, este autor concluye que el proceso de expansión lleva consigo la semilla de su propia destrucción.

### **1.5 Conclusiones**

Entre la teoría neoclásica y el pensamiento de Keynes existen desacuerdos fundamentales con respecto al papel que ejerce la intermediación financiera en la economía.

El pensamiento neoclásico resalta el hecho de que los bancos son únicamente intermediarios porque los depósitos en efectivo que reciben son lo que van a determinar el volumen de créditos, en donde el banco central, juega un rol clave en la expansión y disminución de este volumen de crédito, al modificar la cantidad de reservas de los bancos comerciales con las operaciones de mercado abierto.

La tasa de interés real en este enfoque teórico es la variable que equilibra el ahorro con la inversión y es fijada en el mercado de capitales, aunque algunos autores resaltan que el banco central también determina la tasa de interés, la cual, empero esta acotada por la tasa de interés natural.

El mercado de valores (lugar donde operan las instituciones financieras no bancarias) es el espacio por excelencia de la intermediación financiera, porque es considerado un mercado eficiente, en el cual los precios de los títulos financieros reflejan toda la información disponible, por tanto, no existe especulación, porque existe información completa.

El mercado de valores bajo esta perspectiva, tiene la función de cubrir las asimetrías de temporales entre los compromisos de pago y la obtención de ingresos por la venta de bienes y servicios de las empresas no financieras y, también tiene la función de inyectar liquidez, recolectada principalmente por las instituciones financieras no bancarias, a través de la compra de títulos financieros.

Keynes, por otro lado, postula que los bancos comerciales no sólo ejercen la función de intermediarios financieros sino que éstos crean dinero para financiar proyectos de inversión con rendimiento positivo. Por esta razón, los bancos comerciales son claves en el desplazamiento de un período de bajo crecimiento a uno de mayor crecimiento. Por tanto, el dinero al afectar las relaciones de producción dentro de la economía, se caracteriza por no ser neutro ni exógeno.

Para este autor, la tasa de interés es una variable monetaria, porque se fija en el mercado financiero y es determinada por la oferta de dinero y la preferencia por la liquidez, esto último la hace una variable altamente inestable.

El mercado de valores es considerado un espacio de intermediación poco eficiente para el financiamiento a la inversión porque en este lugar existe incertidumbre, los agentes no cuentan con toda la información disponible para la toma de decisiones de inversión y, en la formación de los precios de los títulos financieros entran las perspectivas de los inversionistas, los cuales no conocen el funcionamiento de las empresas no financieras, aumentando el nivel de especulación.

Este capítulo, no sólo permite contrastar el pensamiento neoclásico con el heterodoxo, sino también a exponentes de la misma corriente como es el caso de Keynes y Minsky.

Minsky difiere de Keynes, ya que el primero considera la manera en que afecta la incertidumbre a la una economía capitalista es a través de la estructura financiera ejemplificada por las carteras de portafolio. Además el primero, establece que la demanda especulativa de dinero gira en torno al precio de los bienes de capital y de los valores financieros y no únicamente de la tasa de interés. Por tanto, enfatiza que la especulación financiera en torno al valor de los bienes de producción es la característica fundamental de una economía capitalista.

## **Capítulo II**

### ***Financiarización y auge de las Instituciones financieras no bancarias.***

#### **2.1 Introducción**

En este apartado se analizan las características del proceso de financiarización, poniendo énfasis en las definiciones otorgadas por algunos autores acerca del auge de la participación de las instituciones financieras no bancarias en el sistema financiero, las cuales durante esta etapa aumentan la liquidez en el mercado valores a través de la compra de títulos financieros.

Lo anterior, se hace con el fin de conocer cómo las instituciones financieras no bancarias y el mercado de valores adquirieron una mayor fuerza en el sistema financiero y productivo, que los convirtió en el eje fundamental de la intermediación financiera y de la apropiación de la ganancias.

La hipótesis de este capítulo es que durante el período de financiarización hay una transformación profunda de las instituciones financieras no bancarias, ya que aparecen como nuevos actores que incrementan la liquidez del sistema financiero. La cual, no necesariamente está ligada al financiamiento de las actividades productivas

Para llegar al establecimiento de la hipótesis anterior, después de esta introducción, en el primer apartado se discuten los antecedentes que dieron origen a la financiarización, los cuales desde nuestra perspectiva fueron la caída en la tasa de ganancia de los Estados Unidos ocurrida en la década de 1970 y los procesos de desregulación y globalización financiera, en el segundo y tercero apartado se revisa la literatura existente acerca de la financiarización para comprender lo que ha significado este proceso en la economía y en sus agentes. En el cuarto se profundiza la discusión sobre el comportamiento de los inversionistas institucionales y su participación en el mercado de valores por medio de las innovaciones financieras y, finalmente, en el último apartado se presentan las conclusiones de este capítulo.

## **2.2 Antecedentes de la financiarización**

Los antecedentes más cercanos de la etapa de la financiarización se encuentran en la caída en la tasa de ganancia de la economía estadounidense que provocó un auge de los servicios financieros y de la banca de inversión. Esta etapa se caracteriza por un gran proceso de fusiones y adquisiciones y por la gobernanza corporativa. Otros procesos que anteceden a la financiarización fueron la desregulación y globalización financiera, los cuales permitieron la expansión y fortalecimiento de la intermediación a través del mercado de valores y de las instituciones financieras no bancarias, en especial los inversionistas institucionales.

### *2.2.1 Caída en la tasa de ganancia en Estados Unidos*

La economía estadounidense presentó una caída en la tasa de ganancia de sus empresas no financieras en la década de 1960. Algunos autores que estudian esta caída son Lazonick y O'sullivan (2000), los cuales argumentan que ésta se originó por el agotamiento del modelo de acumulación denominado "retener-reinvertir", cuyas características principales fueron retener los recursos humanos como la maquinaria que se utiliza en el proceso de producción y reinvertir las ganancias obtenidas, contratando nuevos empleados y otorgando capacitación a los trabajadores que se encontraban trabajando y, especialmente reinvertir ganancias en la ampliación del capital fijo.

Los dos principales problemas que enfrentó este modelo de acumulación y que ocasionaron la caída en la tasa de ganancia en Estados Unidos (EU) fueron, por un lado, el crecimiento vertical de las empresas no financieras por el proceso de fusiones y adquisiciones y, por el otro, la presencia de competencia a nivel internacional que presentaron las empresas manufactureras estadounidenses especialmente de Japón.

El proceso de fusiones y adquisiciones generó que la empresa matriz no financiera se encontrara separada del proceso de producción, provocando que las decisiones tomadas por los directivos llegaran con cierto rezago a las plantas de producción además de que también estas decisiones eran distorsionadas porque pasaban por varios jefes, lo anterior ocasionó que "...la masiva expansión de las corporaciones que había ocurrido en 1960 resultara en un pobre desarrollo en 1970." (Lazonick y O'sullivan:2000:15)

Para resolver este problema, economistas estadounidenses propusieron el enfoque de la gobernanza corporativa, el cual consistió en "...poner a los accionistas como los directores de las empresas y a los directores como sus agentes" (Lazonick y

O'sullivan:2000:15-16). Funcionando de esta manera, los accionistas disciplinarían a los directores de las firmas no financieras en la búsqueda de incrementar el valor de mercado de las acciones.

Las empresas no financieras al implementar la gobernanza corporativa, la cual tiene como objetivo incrementar el valor de las acciones, cambiaron el modelo de acumulación de “retener-reinvertir” a uno de “disminuir-distribuir”. Esto significó disminuir el tamaño de la empresa (tanto en maquinaria como en fuerza de trabajo) y distribuir las ganancias a los accionistas en los mercados financieros, dando inicio al auge de las instituciones financieras no bancarias.

Este nuevo modelo de acumulación se tradujo en menores salarios reales y prestaciones para el trabajador, por tanto, se redujo la participación de éstos en el producto, con efectos negativos sobre el mercado interno que buscaron ser neutralizados con créditos.

La implementación del modelo de “disminuir-distribuir” se reforzó mediante la opción de pago en acciones para los altos ejecutivos de las empresas no financieras, así los directores se esforzarían en incrementar el valor de mercado de las acciones y aumentar su riqueza financiera. Como consecuencia de este cambio en el pago del sueldo, los directores se enfocaron más en buscar la manera de generar ganancias financieras que en implementar proyectos de inversión que requirieran mayor inversión física.

En estos dos modelos de acumulación mencionados, la participación de las instituciones financieras no bancarias, en especial los inversionistas institucionales (más adelante se profundizara en estos) son lo que mayor importancia adquieren.

En el modelo de “retener-reinvertir” se vuelven fundamentales las instituciones financieras no bancarias, porque en el proceso de fusiones y adquisiciones mediante la banca de inversión, las empresas no financieras emiten títulos financieros que compran otras empresas no financieras. En el modelo de “disminuir el tamaño-distribuir” los inversionistas institucionales, son lo que van a alinear los intereses de las corporaciones no financieras con los del mercado de valores, vía la gobernanza corporativa.

Como se mencionó, el segundo problema que indujo a la caída de la tasa de ganancia en E.U. fue la competencia a nivel internacional que enfrentaron las empresas manufactureras de este país (en especial las automotrices y los de electrodomésticos) por parte de las empresas japonesas y europeas.

Las empresas no financieras japonesas desplazaron a las estadounidenses, porque implementaron una mayor especialización en la división del trabajo en todos los niveles de ésta, permitiéndoles ser las nuevas líderes en el mundo.

La economía estadounidense al perder la hegemonía de las manufacturas a nivel internacional cayó en un estancamiento porque “En el sector manufacturero, los Estados Unidos habían sido previamente los líderes mundiales y éste sector había sido central para el crecimiento de la economía estadounidense desde 1920.” (Lazonick y O’sullivan:2000:15)

Ante esta pérdida del liderazgo en las manufacturas, E.U. se enfocó en buscar especializarse en otro sector para socavar la caída en la tasa de ganancia. El nuevo sector en el que se especializó este país sustentado en la innovación tecnológica, especialmente en el ramo de las computadoras y en los microprocesadores, fue el sector de los servicios financieros.

La especialización en los servicios financieros, con la ayuda de las computadoras, permitió conocer en tiempo real el valor de los instrumentos financieros, tales como las acciones, favoreciendo y fortaleciendo aún más el desarrollo de la gobernanza corporativa implementada a través de los inversionistas institucionales (en especial por las sociedades de inversión).

Por tanto, la caída en la tasa de ganancia en E.U. marco el inicio de un nuevo modelo de acumulación de “disminuir- distribuir” y el auge de los servicios financieros, los cuales aumentaron la importancia del sistema financiero en la economía y la participación de las instituciones financieras no bancarias en la toma de decisiones de las corporaciones no financieras.

### *2.2.2 Desregulación y globalización financiera*

De acuerdo con Lazonick y O’sullivan (2000), la primera señal de la etapa de desregulación financiera tuvo lugar en los años sesenta del siglo pasado, con el proceso de fusiones y adquisiciones, a través de la venta y compra de empresas no financieras en el mercado de valores.

Lo anterior intensificó el funcionamiento del sistema financiero, el cual requirió atravesar por un proceso de desregulación en la década de 1980.

“La desregulación se conceptúa como un paulatino o parcial alejamiento de las autoridades financieras respecto de los intermediarios y de su quehacer. Podría

entenderse en el sentido de suavizar normas y leyes de control, dotando de mayor libertad a los intermediarios.” (Correa:1998:138)

El impacto que produjo la desregulación financiera en la actividad económica, fue la erosión de política de control interno del sistema financiero.

Los principales elementos de esta reforma financiera en los países desarrollados fueron;

- a) La eliminación de la regulación Q, la cual desde 1933 en E.U. imponía “...límites a la tasa de interés de los depósitos a fin de impedir una competencia excesiva entre los bancos por la captación de fondos.” (Swary y Topf:1992:346) Calva (1996) resalta que los límites de esta desregulación se expandieron hasta abarcar a los demás instrumentos de captación, en consecuencia, las tasas pasivas quedaron al arbitrio de los bancos.
- b) La erosión de los requerimientos de reserva legal establecidos para los bancos. Esta ley establecía que los bancos comerciales tenían la obligación de depositar en el banco central un porcentaje determinado de los depósitos a la vista que estos recibían. La contraparte de esta ley fue la creación de fideicomisos de protección al ahorro, los cuales garantizaban hasta cierto monto la devolución del dinero de los depositantes.
- c) El tipo de cambio fue otra variable que se vio afectada en el proceso de desregulación.

Eatwell y Taylor (2006) argumentan que el rompimiento del sistema Bretton Woods modificó la estructura del tipo de cambio de uno fijo a uno variable. Este cambio trajo como consecuencia un auge en el comercio de los instrumentos derivados, y por ende aumentó el volumen de transacciones en el sistema financiero, porque el riesgo de la paridad monetaria se privatizó.

- d) Con la promulgación de “...la Ley de instituciones de depósitos, desregulación y control monetario de marzo de 1980... se eliminaron las barreras que impedían la entrada de las instituciones de ahorro que deseaban proveer servicios financieros antes reservados para los bancos comerciales. Así se incrementa la competencia y el riesgo.” (Swary y Topf:1992:522)

En otras palabras esta ley permitió el aumento de las instituciones financieras no bancarias, lo que transformó el sistema financiero al incrementar el número de participantes en éste.

- e) “La eliminación de la expansión geográfica, oficializada en la Ley Mc Fadden y en la Enmienda Douglas a la Ley de las Tenedoras Bancarias” (Swary y

Topf:1992:522) permitió que un banco comercial de cualquier estado pudiera adquirir otra institución financiera de otro estado, lo que estimulo una mayor actividad de fusiones y adquisiciones.

Esta última modificación de ley generó un movimiento de capitales interno entre los diferentes espacios geográficos de un país en busca de garantizar al banquero mayor rendimiento, vía diferencial de la tasa de interés.

En los países en desarrollo el proceso de desregulación se impuso por los préstamos condicionados que otorgaban los organismos internacionales, como el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), para salir de las crisis.

Soto (2010:53) resalta que la reforma financiera propuesta por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional se sintetiza en:

- i) “Apertura de la cuenta de capital;
- ii) Eliminación de los depósitos obligatorios de los bancos en el banco central;
- iii) Prohibición del financiamiento del déficit público por el banco central;
- iv) Eliminación de los cajones de descuento y del crédito dirigido a determinados sectores y los controles sobre tasas de interés;
- v) Desaparición de las actividades de primer piso de la banca pública;
- vi) Cambios legislativos para aceptar la participación extranjera accionaria en banca ; y,
- vii) Privatización acelerada de los bancos”

Específicamente, las reformas financieras en los países en desarrollo se implementaron buscando mayor competencia en el sistema financiero a través de imponer los cambios en las leyes que se dieron en los países desarrollados, para lo cual fue necesario abolir la represión financiera que había generado un mercado financiero poco desarrollado e impulsar una mayor profundidad financiera, con la creciente participación de las Instituciones financieras no bancarias, y fomentar el crecimiento económico por medio de la intermediación financiera, concretamente, en el mercado de valores.

En lo referente a la globalización financiera, uno de sus principales antecedentes fue, el movimiento de capitales a través del mercado del eurodólar.

Este mercado después llamado eurodivisas, consistió en hacer “...un depósito denominado en dólares realizado en un banco fuera de la jurisdicción política de Estados Unidos. En un comienzo las autoridades británicas y norteamericanas hacían guiños y asentían ante este tipo de colocaciones porque las consideraban una manera

sensata de que los bancos comerciales utilizaran sus excesos de reservas.” (Eatwell y Taylor:2006:51)

Estas acciones bancarias lejos de la jurisdicción política de Estados Unidos fueron denominadas operaciones bancarias *offshore*.

El incremento de los depósitos *offshore* de los bancos estadounidenses en el mercado del eurodólar generó una mayor movilidad de capitales entre los países. Bajo estas condiciones las fronteras financieras se debilitaron y se inició la conformación de un mercado financiero global, o sea la globalización.

González y Mascareñas (1999:12) establecen que “...la cada vez mayor integración de las economías nacionales a través del intercambio de flujos financieros y de productos ha dado lugar a la...globalización. Ésta hace referencia a la integración de los diversos mercados financieros domésticos en un único mercado financiero internacional, lo que permite a las instituciones de cualquier país que busquen fondos a no limitarse a localizarlos en su propio mercado doméstico.”

El afianzamiento de la globalización se gestó porque los inversionistas institucionales y los bancos comerciales se percataron que a través de los depósitos *offshore* podrían obtener ganancias financieras, por los diferenciales de las tasa de interés de un lugar a otro, y cambiarías por la nueva estructura flexible de la paridad cambiaria.

En el proceso de globalización las instituciones financieras no bancarias incrementaron su participación en la economía, ya que éstas pudieron trasladar una gran cantidad de ahorro financiero de un lugar a otro con el objetivo final de obtener una mayor tasa de ganancia.

Bajo el entorno de liberalización financiera donde los capitales se trasladan a los territorios geográficos donde el sistema financiero ofrezca mayores rendimientos. En este contexto, los gobiernos promovieron políticas a favor del capital financiero entre las cuales, se “...destaca la estabilidad monetaria-cambiaria... [y] ... las tasas de interés atractivas.” (Huerta:2000:48) Políticas que no solo sirven para atraer los flujos de capital sino también neutralizan la salida de los mismos.

Por tanto, “La liberalización y el entorno regulador cambiante ha sido acompañado por un aumento en la volatilidad de los precios y cantidades, que se ha propagado (contagiado) o a través de los mercados incluso más allá de las fronteras nacionales... [así] ... Los mercados financieros volátiles generan ineficiencia económica. La volatilidad crea riesgo financiero y, aunque existan facilidades para proteger o cubrir

ese riesgo, el costo de formación de capital sube indefectiblemente.” (Eatwell y Taylor:2006: 58-59)

Concretamente, Studart (2002:303) enfatiza que como “...resultado de la desregulación interna y la liberalización financiera externa,... [se pueden observar]..., al menos cuatro tendencias importantes en las economías desarrolladas:

- i) Son inapreciables las fronteras entre las actividades bancarias y las no bancarias en muchas economías maduras;
- ii) El crecimiento del mercado de capitales y derivados ha sido asombroso;
- iii) La desregulación y el crecimiento de los inversionistas institucionales, especialmente de los fondos de pensiones y las compañías de seguros, han tenido la función más prominente en proveer fondos prestables;
- iv) La liberalización financiera y los avances tecnológicos han incrementado el comercio de títulos entre las fronteras y tenido lugar una internacionalización de negocios de las finanzas.”

Específicamente, tras el relajamiento de las regulaciones existentes, el derrumbe de las barreras entre las naciones y la proliferación de los instrumentos financieros en el mundo, la participación de las instituciones financieras no bancarias incrementó tanto a nivel nacional como internacional, dando inicio a la etapa de dominio del capital financiero sobre el capital productivo, la cual ha sido denominada financiarización.

### ***2.3 Concepto y visión global de la financiarización en la economía desde la perspectiva de varios autores***

Al revisar la literatura acerca de la financiarización, se denota que no existe una definición exacta para este término. En este contexto se resalta que la financiarización se caracteriza por el dominio del capital financiero sobre el productivo.

Epstein (2005:1) enfatiza que “La financiarización se refiere a la creciente importancia de los mercados financieros, motivos financieros, instituciones financieras y las elites financieras en la operación de la economía y sus instituciones de gobierno, tanto a nivel nacional como internacional.”

Concretamente, la visión de este autor acerca de la financiarización gira en torno al comportamiento de los accionistas, ya que en esta etapa estos agentes ejercen un papel activo en el funcionamiento de las grandes empresas.

Palley (2007:1), define la financiarización como "...un proceso mediante el cual los mercados financieros, las instituciones financieras y las elites financieras obtienen una mayor influencia sobre la política económica."

Desde la perspectiva de este autor, aumenta la importancia del sector financiero sobre el sector real de la economía, transfiriendo ingresos del aparato productivo al financiero contribuyendo a incrementar la desigualdad del ingreso y el estancamiento salarial.

Palley (2007) visualiza la financiarización como un fenómeno que plantea problemas de política económica, porque "...transforma el funcionamiento del sistema económico tanto a nivel macro como micro." (Palley:2007:1)

Este autor señala que los principales problemas macroeconómicos que sobresalen durante la financiarización son: a) lento crecimiento económico, b) mayor fragilidad financiera; c) incremento de las deudas de los hogares y de las empresas (estos puntos se profundizaran en el siguiente apartado), d) la desconexión de los salarios de la creciente productividad lo que genera aumento en la desigualdad de los ingresos y la riqueza.

A nivel microeconómico, la teoría económica dominante ha promovido la financiarización al fomentar una relación estrecha entre las empresas no financieras y los mercados financieros. Esta vinculación se hizo posible por la gobernanza corporativa en donde, como se estableció en la sección anterior, las instituciones financieras no bancarias como los fondos de pensiones privados, las compañías de seguros y las sociedades de inversión se han convertido en los principales accionistas de estas corporaciones.

Stockhammer (2008) otorga una definición más amplia de la financiarización, desde su perspectiva ésta abarca "... la desregulación del sector financiero y la proliferación de nuevos instrumentos financieros, la liberalización internacional de los flujos de capital y la creciente inestabilidad en los mercados de tipo de cambio, un cambio a un sistema basado en el mercado y el auge (caída) del mercado accionario, la orientación al valor de los accionistas y cambios en la gobernanza corporativa (de las empresas no financieras), incremento del acceso al crédito ... [y] ... cambios en el nivel de la tasa de interés (real)." (Stockhammer:2008:184)

La particularidad de este autor es que visualiza la financiarización como un régimen de acumulación dominado por las finanzas contrario al régimen de acumulación dirigido por las finanzas, establecido por Boyer (2000)

La diferencia entre los dos regímenes de acumulación, es que el dominado por las finanzas "... pone en relieve que la financiarización está formando el patrón de acumulación (o en otro sentido: la composición de los elementos de la demanda agregada y de su volatilidad)." (Stockhammer:2008:185) Mientras el dirigido por las finanzas establece que "...un incremento en la norma financiera, que es el índice de rendimiento mínimo establecido por los mercados financieros para los proyectos de inversión, lleva a un incremento en el producto." (Stockhammer:2008:185)

Krippner (2004:174) conceptualiza la financiarización como "... un patrón de acumulación en el que los beneficios se obtienen principalmente a través de canales financieros y no por la producción y comercio de productos básicos."

La principal aportación de esta autora para el estudio de la financiarización es que crea dos formas de medir los canales financieros característicos de esta etapa:

- a) El primero es a nivel microeconómico, en el cual se calcula qué monto de los ingresos de las empresas no financieras se obtiene por inversiones financieras (dividendos, intereses y ganancias de capital), y qué cantidad se obtiene por la venta de los bienes y servicios que ésta produce.
- b) La segunda medida es a nivel macroeconómico. En esta se van a comparar globalmente los beneficios ganados en el sector financiero con los generados en el sector productivo.

Orhanganzi (2008) otorga otra perspectiva del significado de la financiarización en la empresa no financiera y el mercado financiero, y señala que ésta "...designa los cambios que tienen lugar en la relación entre el sector corporativo y los mercados financieros." (Orhanganzi:2008:864)

Desde la perspectiva de este autor existe un efecto *crowding out* entre la inversión productiva y la inversión financiera, porque "...en tiempos cuando los activos financieros ofrecen mayor rentabilidad que los proyectos de inversión real, más fondos serán invertidos en forma de capital financiero y, como resultado, menos fondos estarán disponibles para la inversión real. En otras palabras, la inversión financiera desplazará a la inversión real." (Orhanganzi:2008:864)

Para Orhanganzi (2008:868) "La financiarización ha sido caracterizada por un incremento del ratio de los pagos financieros en la forma de pago de intereses, pago de dividendo y recompra de acciones."

Seccareccia (2011) es otro estudioso que explica la financiarización a través de la relación de las empresas no financieras con el mercado financiero enfocándose en la metamorfosis que han sufrido las corporaciones no financieras dentro del mercado de capitales, al pasar de deudoras netas a ser acreedoras netas. Por tanto, en la financiarización se ha pasado "... de una economía donde el sector de las empresas no financieras tenían distintos intereses de los del sector financiero, a una situación donde el sector de negocios no financieros han llegado a ser rentistas." (Seccareccia:2011:15)

Para Giraldo (2004), la financiarización en los países en desarrollo ha significado que dentro del "...proceso económico, la lógica financiera se sobrepone a la lógica productiva."(Giraldo:2004:9) O sea, el capital financiero rige la actividad productiva que ha de llevarse a cabo en una economía, donde el mercado financiero no está plenamente desarrollado.

## **2.4 Cambios en los agentes de la economía**

De manera general cada una de las visiones plasmadas resalta que durante la etapa de financiarización los hogares, las empresas no financieras, gobiernos y el sistema financiero han sufrido cambios en su funcionamiento. A continuación discutimos cada uno de ellos

### *2.4.1 Cambios en los hogares*

Una de las marcas distintivas de la financiarización en las familias es "...la polarización en la distribución del ingreso" (Stockhammer:2011:19), debido a que los hogares han presenciado la desconexión de los salarios de la creciente productividad, generando con esto estancamiento y desigualdad de los ingresos y la riqueza.

El desarrollo de los salarios durante este período refleja el grado en el cambio del poder del trabajador hacia el capital financiero.

Stockhammer (2011), enfatiza que para la teoría dominante este cambio en la distribución del ingreso se debe al avance tecnológico y a la globalización.

Otra característica de la financiarización en los hogares es que éstos gozan de un mayor acceso al crédito, lo que ha compensado la caída en los salarios. Porque mientras la literatura neoclásica argumenta que los hogares aumentan su deuda tomando en cuenta sus ingresos futuros, la visión heterodoxa enfatiza que gran parte de la deuda de éstos se debe a que mantienen niveles de consumo insostenible, por

tanto, bajo esta última concepción teórica el mayor endeudamiento de los hogares es considerado como un sustituto de la reducción de los salarios.

Así, en la financiarización se resalta el hecho que mientras los patrones de consumo han aumentado, los salarios han disminuido.

En este tenor, Toporowski (2011) enfatiza que la financiarización ha otorgado la posibilidad de crédito a agentes que antes habían sido relegados. Lo anterior debido a que el crédito a las familias es considerado como una innovación financiera que surgió en los años setenta con la tarjeta de crédito, y gracias a este aumento del crédito a los hogares, el consumo ha permanecido constante y en ocasiones ha aumentado con respecto al Producto Interno Bruto (PIB).

Concretamente, el cambio que las familias han sufrido durante la financiarización es que han pasado de ser prestamistas netos a deudores netos.

#### *2.4.2 Cambios en las empresas no financieras*

La literatura de la financiarización resalta que con el fin de maximizar el valor de las acciones, "...las últimas dos décadas han sido testigo de un marcado cambio en la orientación estratégica de los principales directivos de las empresas de un "retener-reinvertir" a un "disminuir-distribuir." (Lazonick y O'sullivan:2000:6)

Para que el modelo de acumulación de "disminuir-distribuir" se diera fue necesario alinear los intereses de los ejecutivos de las corporaciones no financieras que cotizan en bolsa con los del mercado financiero, a fin de homologar los intereses a los directivos de las empresas no financieras se les pagó cierto monto de su sueldo en acciones, porque los directivos se verían beneficiados si aumentaba el precio de mercado de las acciones.

Para alinear los intereses de las empresas no financieras con los del mercado financiero, "...el pensamiento económico dominante ha jugado un papel importante en construir la gobernanza corporativa...mediante la cual, los directores son disciplinados por la perspectiva de toma de control y despido si fallan en maximizar los beneficios."(Palley:2007:9)

Para implementar la gobernanza corporativa se encontró la ayuda del inversor institucional, el cual mediante la transferencia de ahorros de los hogares a inversionistas institucionales, tales como fondos de pensiones, sociedades de inversión y compañías de seguros hacen posible la toma de posesión de la empresa no financiera a través de las acciones. Así, por medio del inversionista institucional se

le entregó más poder en la colectividad a los accionistas para influir en las decisiones de las corporaciones no financieras y en el valor de las acciones, ya que si ésta no obtiene los rendimientos esperados por el mercado financiero será castigada con una venta generalizada de sus acciones que hará caer el precios de las mismas.

Por tanto, como lo enfatiza Orhanganzi (2008,) la financiarización para las empresas no financieras ha significado un incremento en los pagos financieros en la forma de intereses, dividendos y recompra de acciones.

Las empresas no financieras a través de sus departamentos de tesorería establecen la recompra de acciones para que el precio de mercado de las mismas se mantenga o incremente. Por tanto, en la financiarización el departamento de tesorería de las corporaciones no financieras se vuelve fundamental, no solo porque planea la recompra de sus acciones, sino también porque éste decide qué monto de los ingresos obtenidos por financiamiento directo o indirecto (emisión de acciones o préstamos bancarios) se va a canalizar para comprar acciones de otras empresas no financieras con el fin de obtener ganancias financieras. O sea, las empresas no financieras en la financiarización dejan de tener la posición de deudoras netas que por naturaleza les otorga la ciencia económica y se convierten en acreedoras netas, en otras palabras se vuelven un agente especulativo.

Así, de manera generalizada la financiarización en las empresas no financieras se va a caracterizar por;

- a) "... crea[r] un mercado activo para el control corporativo en el cual las empresas forzan a impulsar el precio de sus acciones frente a las amenazas de tomas de posición hostiles. Un mercado activo para el control corporativo incrementa la influencia de la mayoría de los accionistas. Con el fin de protegerse a ellas mismas y a favor de los accionistas, las corporaciones tienen que mantener un mínimo retorno de capital, el cual se tiene que distribuir en dividendos y recompra de acciones." (Orhanganzi: 2008:870)
- b) Sus hojas de balance muestran una elevada deuda financiada por varias razones; la primer causa es porque la ley impositiva trata de manera más favorable el pago de intereses que el pago de utilidades, y la segunda, "... es porque los gerentes podrían usar la deuda como táctica para drenar el flujo de dinero fuera de la empresa y de esta forma poner presión en los trabajadores." (Palley:2007:6)
- c) El comportamiento de las empresas no financieras y de los inversionistas ha sido el de especulador, porque se dirigen más a buscar rentas financieras que

ganancias en el proceso productivo. Así pues, las corporaciones no financieras no han utilizado los ingresos adquiridos por la emisión de acciones en ampliar sus gastos de inversión productivas.

#### *2.4.3 Cambios en el sector gubernamental*

El gobierno ha promovido un marco de política para revertir las pérdidas en las tasa de retorno ocurridas en 1970.

Las políticas que ha promovido éste, están caracterizadas por avalar la flexibilidad en el mercado de trabajo, establecer un gobierno pequeño en la decisión de políticas encaminadas al sector productivo y un cambio de la política de pleno empleo hacia una de estabilización del nivel de precios.

La flexibilización en el mercado de trabajo se refiere al debilitamiento de los sindicatos y la eliminación de un salario mínimo establecido por ley, así mismo las prestaciones por desempleo y los derechos de los empleados se han erosionado.

Lo anterior ha propiciado que la participación de los salarios en el producto caiga y se produzca una desconexión de los sueldos con la productividad.

El cambio a una política de un gobierno pequeño significa eliminar impuestos progresivos, imponiendo impuestos al consumo como el IVA (Impuesto al Valor Agregado) y la privatización de sectores estratégicos como el energético, salud, educación, aunque también se incluye "...políticas relativas a las reformas a las pensiones y al ahorro." (Palley:2007:11)

Las reformas a las pensiones y al ahorro dieron entrada a la privatización de los fondos de pensiones, los cuales se caracterizan por la creación de cuentas individualizadas de los trabajadores que son valorizadas en el mercado de valores.

Estas reformas también fomentaron la privatización de la educación y salud, creando un auge en el uso de las compañías de seguros privadas, las cuales tienen la cualidad de invertir sus reservas creadas mediante la emisión de pólizas en los mercados financieros.

Estas reformas de privatizaciones originaron el nacimiento y fortalecimiento de los inversionistas institucionales, los cuales son característicos de la etapa de financiarización favoreciendo el auge del sistema financiero por el incremento de nuevos participantes.

Finalmente, el abandono del pleno empleo significó cambiar las prioridades de política macroeconómica es decir, se antepone la política monetaria sobre la fiscal, “Lo cual eleva la importancia de baja inflación y la reducción de la relevancia del pleno empleo. Este cambio de enfoque hacia la reducción de la inflación ha sido implementado mediante políticas de metas de inflación y la independencia del banco central, los cuales son apoyados por los intereses financieros, [porque la inflación baja eleva el valor real de los activos financieros y de la tasa de interés].” (Palley:2007:11-12)

Las metas de inflación son “...el anuncio del gobierno, el banco central, o alguna combinación de los dos que en el futuro el banco central se esforzará por mantener la inflación en cero o cerca de algún nivel numérico específico.” (Bernanke y Minshkin:1997:98)

Para el gobierno la independencia del banco central significó un cambio en su forma de financiamiento de la emisión de dinero vía éste, a una obtención de recursos a través del mercado de valores por medio de la emisión de bonos, en donde los principales compradores de estos instrumentos financieros son los inversionistas institucionales.

Giraldo (2004:17) enfatiza que al exigir “...el cambio de legislación fiscal se fuerza a los gobiernos a endeudarse en los mercados de capitales y a no recurrir a los recursos del banco central. El gobierno se endeuda a través de la emisión de deuda pública, que se convierte en el principal papel de los mercados de capitales.”

Así, los gobiernos durante el proceso de financiarización se convierten en un agente activo en el mercado financiero, porque a través de éste va adquirir los recursos necesarios para solventar sus gastos y también por medio de las operaciones de mercado abierto tratará de controlar el nivel de precios.

Stockhammer (2008) y Palley (2007) establecen que bajo este contexto, el gasto del gobierno durante el proceso de financiarización está orientado al pago de intereses.

Seccareccia (2011), Giraldo (2004) y Palley (2007) resaltan concretamente que el cambio en la política del gobierno durante la financiarización ha girado en torno al control de la oferta monetaria, la cual ha proporcionado altas tasas de interés a fin de mantener baja la inflación, beneficiando a los rentistas.

#### *2.4.4 Cambios en el sector financiero*

Se resalta en este apartado que los cambios ocurridos en los agentes económicos (anteriormente mencionados) durante la financiarización de manera indirecta han modificado el sistema financiero.

En el caso de los hogares, éstos han alterado al sector financiero, porque al otorgársele mayor acceso al crédito a un agente que anteriormente había sido relegado, éstos pasaron de ser un agente proveedor de ahorro para las empresas no financieras a través del mercado financiero a ser tomadores de crédito.

Las empresas no financieras se vuelven un agente muy activo dentro del mercado de valores por medio de los inversionistas institucionales debido a que durante esta etapa van a canalizar sus recursos de tesorería a la compra de instrumentos financieros de ésta u otra, con el fin de mantener el precio de sus acciones o de obtener ganancia financiera. Por tanto, las empresas dejan de tener el papel de deudoras netas y se convierten en acreedoras.

El cambio en los dos agentes anteriores provocó un cambio en la estructura al interior del sistema financiero entorno a los agentes que se consideraban superavitarios (o prestamistas) y deficitarios (prestatarios).

El gobierno, a través de su cambio en la política económica afectó el funcionamiento del sector financiero, porque profundizó el mercado de bonos, para llevar a cabo el control de la inflación y el financiamiento de su gasto. En otras palabras, durante esta etapa ha aumentado la magnitud de las transacciones financieras.

Éste agente, también afectó a este sector a través de las reformas realizadas en materia de pensiones, salud y educación, con base en las cuales se crearon nuevas instituciones financieras no bancarias como los fondos de pensiones privados y han fortalecido otras existentes como las compañías de seguros y las sociedades de inversión, ello se tradujo, al interior del sistema financiero en un incremento en el número de participantes y un mayor flujo de ahorro financiero que ha generado una mayor en la liquidez en el mercado de valores, porque los inversionistas institucionales tienen la cualidad de recolectar grandes cantidades de ahorro que se valorizan en la bolsa de valores, a través de la compra de títulos.

Stockhammer (2011:13) resalta que bajo la anterior conceptualización, durante la financiarización “Las instituciones financieras no bancarias que van desde las compañías de seguros, fondos de inversión, fondos del mercado monetario, [fondos de

pensiones privados], fondos de cobertura, fondos de capital privado [*private equity funds*] y los vehículos de propósito especiales [SPV siglas en inglés] han ganado participación.”

En la financiarización también han aumentado la cantidad de instrumentos financieros comerciados en el mercado de valores, porque durante este período se dio un auge en el uso y creación de las innovaciones financieras, tales como los derivados, futuros, opciones, swaps y sobre todo la titulización de los activos.

Esta última práctica provocó la imposición del modelo “originar y distribuir”, el cual permitió a los bancos retirar los créditos de la cuenta de activo de sus hojas de balance al empaquetarlos y venderlos a los Vehículos de Propósito Especiales, el cual es un fideicomiso creado especialmente para distribuir los títulos financieros previamente calificados entre los inversionistas institucionales y a la vez éste recolecta y distribuye los flujos de efectivo que generan los activos financieros (créditos bancarios).

Ante este argumento, Seccareccia (2011:32) establece que “...la titulización es el proceso de crear valores comerciales respaldados por reclamos financieros ilíquidos,” que liberan al banco del riesgo de la emisión del crédito.

Con lo anterior, se resalta que en la financiarización es fundamental, el auge de las innovaciones financieras (como la titulización), la participación de las instituciones financieras no bancarias, sobre todos los inversionistas institucionales, vehículos especiales y empresas calificadoras.

Los inversionistas institucionales al ser los tenedores últimos de los valores de la titulización son los que van a inyectar liquidez al mercado de valores, concretamente a la banca, para que ésta siga otorgando créditos.

Por ende, la titulización afectó la manera típica de gestión de activos y pasivos de las instituciones financieras.

En la etapa de la financiarización no solo se modificó la gestión de activos y pasivos de los bancos por medio de la titulización, sino también “...los estados de resultados y las hojas de balance de los bancos comerciales revelan los cambios que estas instituciones han sufrido. En particular los ingresos no financieros [como los intereses y comisiones] han llegado a tener la mayor participación en los ingresos.” (Nersisyan y Wray:2010:11-12)

Este mayor ingreso de los bancos por las comisiones se explica porque durante esta etapa, éstos "...han tomado parte en la creación de los informales, descentralizados mercados privados de derivados *over-the-counter* (OTC) en los cuales muchos de los nuevos derivados y de los instrumentos con títulos están siendo comercializados. Esta actividad de hacer mercado les genera grandes sumas por comisiones. Finalmente, los bancos también proveen liquidez a estos mercados con préstamos a agentes, líneas de crédito de emergencia y otros fondos, todo lo cual les permite obtener ingresos adicionales por intereses." (Guttman:2009:35-36)

Por tanto, durante la financiarización se ha ampliado y profundizado el sistema financiero, sobre todo por la creciente participación de las instituciones financieras no bancarias en éste.

### **2.5 Inversionistas institucionales e innovaciones financieras.**

Después de plasmar algunas concepciones teóricas acerca de la financiarización y de resaltar los cambios que los agentes económicos han sufrido en esta etapa, en este apartado se definirá que son los inversionistas institucionales y se enfatizarán los objetivos que éstos persiguen y cómo afectan sus decisiones en los precios de los títulos.

"Los inversionistas institucionales son todos los inversionistas en el mercado financieros que no son ni los hogares ni las instituciones públicas, como los fondos mutuos (sociedades de inversión), fondos de pensiones y las compañías de seguros." (Menkhoff:2002:907)

Los objetivos que estos inversionistas institucionales persiguen dentro de los mercados financieros internacionales son "...obtener la mayor rentabilidad viable, mantener el mayor grado de liquidez posible de sus activos y diversificar el riesgo de sus inversiones tanto sectorial como geográficamente." (Álvarez:2009:178)

Menkhoff (2008), argumenta, que este grupo se mueve solo por sus intereses individuales y que la eficiencia de estos intermediarios se mide por el rendimiento de corto plazo que otorgan al dueño del capital financiero. Por tanto, su objetivo principal es obtener la mayor ganancia posible en el corto plazo sin considerar los efectos que esta búsqueda de rendimiento pueda generar en la economía.

Para cumplir con la meta de rendimientos esperados en el corto plazo, los gerentes y directivos de estas instituciones financieras no bancarias van a medir todos los días el

porcentaje de ganancias o pérdidas que obtuvieron al cierre de las operaciones del mercado de valores en el que invierten los ahorros financieros de sus inversionistas.

Estos inversionistas institucionales encontraron en las innovaciones financieras la clave para obtener ganancias en el corto plazo debido a que éstas al principio generan una mayor liquidez en el mercado bursátil, que con una oferta determinada de instrumentos financieros, trae consigo un aumento en los precios de los activos financieros (también llamada inflación financiera).

Los inversionistas institucionales también generan inflación financiera porque la cantidad de dinero que inyectan al mercado de valores es mayor que la cantidad que sacan del mismo, ya que tienen la cualidad de recolectar ahorro financiero que será requerido en el largo plazo.

En lo referente a las innovaciones financieras, existen autores que las definen como "... la introducción de un nuevo producto financiero al mercado; o el proceso que involucra cambios en instrumentos financieros, instituciones, prácticas y mercados." (Guevara y Simons: 2011:235)

Otros, como Toporowski (2011:162) argumenta que la innovación financiera "... implica la invención de nuevos instrumentos financieros (por ejemplo, las tarjetas de crédito en los años setenta del siglo pasado), o nuevos usos para instrumentos más viejos (como usar los teléfonos celulares para hacer pagos transfronterizos)."

Las innovaciones financieras han sido clasificadas por varios agentes, pero para efectos de éste trabajo, sólo se tomará en cuenta la otorgada por el *Bank International for Settlements (BIS).Basilea*.

El BIS-Basilea las clasifica de acuerdo con sus funciones: "i) para transferir riesgos de precios, ii) para transferir riesgo de crédito, iii) para generar liquidez, iv) para generar crédito (instituciones), y v) para generar capital (equity)." (Vidas y Jiménez: 1996:32)

Por ejemplo, dentro de las innovaciones para transferir riesgo de precios se encuentran los productos derivados como los swaps, futuros y opciones, ya que estos "...títulos derivados tenían como objetivo mantener constantes los precios (v.g., tasas de interés, precios de los *commodities*, tipos de cambio)." (Levy: 2010:72) Estos entraron al mercado con la caída del sistema Bretton Woods y la caída de los tipos de cambio fijos, por lo cual los agentes para prevenirse de movimientos bruscos en esta variable comenzaron a contratar futuros.

Dentro de las innovaciones para transferir riesgo de créditos se tiene a los swaps de cobertura crediticia (CDS, Credit Default Swaps) y la titulización la cual tenía el objetivo de "...separar el riesgo crediticio de los emisores de créditos, incrementar la liquidez de los activos crediticios y modificar las fuentes de ganancias de las empresas bancarias." (Levy: 2010:72) Con la titularización se puede notar que una innovación puede caer dentro de varias categorías, lo cual también refleja lo difícil que es para un gobierno poder regular dichos instrumentos financieros y por lo tanto, regular a los inversionistas institucionales.

Un ejemplo de una innovación para generar créditos, pueden reflejar en el caso de México las Sociedades de Objeto Limitado (SOFOLLES) las cuales se crearon a partir de la firma del tratado de libre comercio con Estado Unidos (en este país son llamados Non Bank Banks) y Canadá, y su función principal es crear créditos para un determinado sector productivo, por tanto estas sociedades estarían más especializadas en las necesidades del sector en el cual operan. La cualidad de estas es que no pueden captar recursos mediante depósito del público, por lo tanto, obtienen estos a través de la colocación de instrumentos de deuda en el mercado de valores.

Con estos ejemplos se muestra la forma en cómo las innovaciones financieras fomentan una creciente participación de las instituciones financieras no bancarias en el sistema financiero.

## **2.6 Conclusiones**

A manera de conclusión, se enfatiza que los antecedentes de la financiarización, los cuales fueron la caída en la tasa de ganancia y la desregulación y globalización financiera en Estados Unidos, propiciaron un cambio en el modelo de acumulación de "retener-reinvertir" a uno de "disminuir-distribuir", en donde este último modelo aumentó la participación de las instituciones financieras no bancarias, en especial la de la banca de inversión, porque a través de esta se alinearon los intereses de las empresas no financieras con el de los mercados financieros, en el cual para hacer coincidir los intereses de ambos, se implementó la gobernanza corporativa, la cual consistía en convertir a los accionistas en directores de las empresas no financieras esto con el fin de maximizar el valor de las acciones en el mercado financiero. Este cambio de modelo y el auge de la banca de inversión encontraron el apoyo en la especialización en los servicios financieros en que se enfocó la economía estadounidense después de perder la hegemonía mundial en el sector manufacturero.

Bajo este entorno, se presentan los procesos de desregulación y globalización financiera de esta economía, los cuales buscaron relajar las restricciones internas que por ley se imponían al sector financiero y eliminar las barreras al libre movimiento de capitales. Estos procesos fomentaron la intermediación financiera a través del mercado de valores, razón por la cual la banca comercial buscó la creación de grupos financieros, los cuales están conformados por un banco comercial y por varias instituciones financieras no bancarias, esto último provocó que los límites que dividían a los intermediarios financieros de los no financieros se hicieran borrosos.

Así, bajo este contexto se inicia el proceso de financiarización, en el cual se establece el dominio del capital financiero sobre el productivo.

Esta etapa se caracteriza por una gran transformación del patrón de comportamiento de los agentes de la economía que por tradición les había otorgado la teoría económica. Estos cambios en las familias se vieron reflejados porque éstas pasaron de ser prestadores netos a ser deudores netos, las empresas no financieras se trasladaron de una posición deudora a una acreedora (o sea, se volvieron agentes especulativos).

Los gobiernos se convirtieron en los principales deudores del sistema financiero, lo que trajo consigo que gran parte de sus ingresos se dirigieran al pago de intereses y no a fomentar la producción. Además de los gobiernos a través de la privatización de los sectores de salud y educación fomentaron la creación y el auge de instituciones financieras no bancarias consideradas típicas del período de financiarización como los fondos de pensiones privados, compañías de seguros y las sociedades de inversión.

El sector financiero se transformó porque se ve un aumento en el número de intermediarios bancarios y no bancarios, se pone en el centro de la intermediación financiera a las instituciones financieras no bancarias y sobre todo se da un auge en el uso de las llamadas innovaciones financieras, tales como los futuros, Swaps, derivados, opciones y sobre todo la titulización.

La función de la banca cambia, porque ésta se enfoca más a crear mercado para las innovaciones financieras que al otorgamiento de créditos, esto se comprueba con el cambio en la estructura de sus estados de resultados, los cuales indican que la mayor parte de sus ingresos provienen de las comisiones que cobran por la creación activa de mercados que por los intereses que les generan el otorgamiento de créditos.

De esta manera, se puede concluir que durante el proceso de financiarización, el mercado financiero sufre transformaciones que ponen como eje de la intermediación a

las instituciones financieras no bancarias, las cuales inyectan una gran liquidez al mercado financiero, liquidez que no necesariamente está ligada al crecimiento económico y que principalmente genera inflación financiera.

## **Capítulo III**

### ***El impacto de la financiarización en las instituciones financieras no bancarias de México.***

#### **3.1. Introducción**

El objetivo de este capítulo es conocer cuál ha sido el comportamiento del sector financiero no bancario en México durante el período de financiarización (2000-2010), etapa que se caracteriza por un aumento de los intermediarios no bancarios dentro del sistema financiero, auge de los mercados de valores, mayor profundización financiera y la proliferación de innovaciones financieras.

La hipótesis de este capítulo es que a pesar de que la profundización financiera aumentó en México debido a la mayor participación de las instituciones financieras no bancarias típicas del período de financiarización (Sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro, sociedades de inversión y compañías de seguros), estas instituciones no han dinamizado el mercado de capitales mexicano, porque sus carteras de inversión están altamente concentradas en instrumentos de deuda gubernamental.

Para alcanzar el objetivo y la hipótesis, después de la introducción, en el segundo apartado se resaltan los cambios estructurales realizados en México que llevaron a la desregulación y globalización financiera, procesos que dieron paso a la etapa de financiarización.

En la tercera y cuarta sección se comprobará estadísticamente si los cambios estructurales realizados en México condujeron a una mayor profundización financiera, y a un crecimiento de la participación de las instituciones financieras en el sistema financiero y en el Producto Interno Bruto (PIB). Ello se hará para conocer si la intermediación a través del mercado de valores ha aumentado y qué instituciones financieras no bancarias han canalizado mayores ahorros financieros a éste.

En el quinto apartado, se analizan las hojas de balance de los intermediarios no bancarios que captaron una mayor cantidad de ahorro con el objetivo de averiguar en qué instrumentos financieros invirtieron su cartera de valores y si estos fomentaron el crecimiento económico o sólo sirvieron para financiar el déficit público y controlar la oferta monetaria del gobierno federal. En la sexta sección, se analiza la relación que las Siefores (sociedades de ahorro especializadas en fondos de ahorro para el retiro), sociedades de inversión y compañías de seguros tuvieron con el mercado de valores, para establecer qué participación ejercieron según su cartera de inversión en el

mercado de deuda y de capitales. En el último apartado se exponen las conclusiones de este capítulo.

### **3.2. Desregulación, globalización financiera y financiarización en México**

En México, a partir de la década de 1980, con la adopción del modelo neoliberal se implementaron reformas financieras y comerciales con el objetivo de homologar el sistema financiero mexicano con el estadounidense. Estas reformas sembraron sus cimientos a través de los préstamos condicionados de los organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Los principales cambios que indujeron la desregulación financiera en este país fueron:

- 1) Para promover el auge del mercado de valores, en 1978 el gobierno a través del Banco de México se inició la colocación de instrumentos financieros gubernamentales, denominados Certificados de Tesorería (CETES), para financiar el gasto público. De esta manera, “la aparición de los Cetes marcó el comienzo del desarrollo del mercado [de valores] interno, creando y fortaleciendo el sistema de subastas de estos títulos y su mercado primario y secundario; originalmente la tasa de interés para los CETES fue fijada por las autoridades, hacia el último cuarto de 1982 las subastas se formalizaron y los participantes pudieron hacer ofertas sobre los montos y la tasa de interés.” (Cabello:1999:225)
- 2) En 1982, se nacionaliza la banca comercial, lo que modificó el sistema bancario mexicano de uno que estaba integrado por instituciones privadas, mixtas y públicas a uno plenamente en manos del Estado.  
  
El gobierno al tener bajo su control a la banca comercial y bajo un contexto de crisis económica pudo controlar el tipo de cambio, congelar las cuentas en moneda extranjera que mantenían los bancos, las tasa de interés y el otorgamiento de crédito.
- 3) Con el objetivo de terminar con la represión financiera, impuesta por el gobierno al tener el control del otorgamiento de créditos y de tasas de interés, y generar mayor eficiencia a la intermediación bancaria, se creó “... una nueva Ley Orgánica del Banco de México en 1984. De acuerdo con este ordenamiento, se reduciría gradualmente el apoyo financiero al gobierno federal, derogando el régimen de encaje legal y estableciendo un límite superior al crédito

directo que el instituto emisor podía conceder para financiar el déficit público. La nueva Ley sustituyó el encaje legal del 50% sobre los pasivos bancarios, por un coeficiente de liquidez de 10% y regulaciones de cartera que reducirían de manera gradual la participación de valores gubernamentales en el activo bancario.” (Mántey:2010:24-25)

- 4) En 1988 con el fin de que los bancos comerciales fomentaran un mayor crecimiento económico, a través del crédito a las empresas no financieras que no eran consideradas claves en el desarrollo por el gobierno, se eliminaron los cajones de crédito.
- 5) Bajo la concepción anterior de otorgar mayor libertad a los bancos comerciales y eliminar la represión financiera, en 1988 se erosionaron los topes a las tasas de interés a los depósitos bancarios, de esta forma los bancos adquirieron mayor libertad de fijar éstas.
- 6) También se destaca, que en 1989 se aprobaron reformas a la Ley de Instituciones de Crédito y a Ley del Mercado de Valores.

Con lo referente a las modificaciones a la Ley de Instituciones de Crédito, se permitió “...la integración de grupos financieros, señalando que estas agrupaciones operarían a través de una sociedad controladora... En concreto, la reforma a la Ley dispuso que la sociedad controladora se debe integrar con por lo menos tres intermediarios no bancarios.” (Cabello:1999:233)

Esta reforma fomentó la presencia de las instituciones financieras no bancarias dentro del sistema financiero mexicano, porque las instituciones bancarias preferentemente buscarían consolidar un grupo financiero. Además, está provoco que las barreras entre un banco y un intermediario no bancario se hicieran borrosas, debido a que un banco comercial ya podría prestar servicios de banca de inversión, vender seguros, etc. A través de sus filiales.

En esta misma reforma se permitió “...la apertura del capital social de los bancos a la participación minoritaria del capital extranjero, a través de la emisión de certificados de aportación patrimonial (Cap) serie C.” (Informe anual Banco de México:1989:104)

Los cambios a la Ley del mercado de valores, la cual regula actividades de la banca de inversión y las casas de bolsa, se enfocaron a las sociedades de inversión, porque “...en cuanto a la

Ley de sociedades de inversión, se aprobó su reforma con el fin de desregular las operaciones y simplificar administrativamente el funcionamiento de estos intermediarios. Por sus características, las sociedades de inversión se señalaron como el vehículo de acceso al pequeño y mediano inversionista al mercado de valores.” (Cabello:1999:232)

Por tanto, las modificaciones a la ley de las Instituciones de crédito y a la Ley del Mercado de Valores, permitieron la expansión de las instituciones financieras no bancarias en México y a través de la banca de inversión se buscó ampliar y profundizar el mercado de valores, al otorgársele a esta última institución la función de integrar al pequeño y mediano inversionista a este mercado.

Con estas reformas se buscaba promover el ahorro financiero.

- 7) Ente junio de 1991 y 1992 se reprivatiza la banca comercial, lo que modifico nuevamente la estructura y funcionamiento del sistema financiero mexicano.
- 8) En 1991 se consideró la introducción de nuevos instrumentos financieros como los derivados y swaps y, debido a la proliferación de estas innovaciones financieras “...en enero de 1993 se creó el comité de producto derivados.” (Cabello:1999:23) El cual estaba integrado por la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa Mexicana de Valores.
- 9) En 1992, se fomentó la expansión y crecimiento de las instituciones financieras no bancarias, debido a que en este año se dio el reconocimiento a nuevos servicios de intermediarios no bancarios, porque “al entrar en vigor la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito (LGOyAAC) se reconoció legalmente a las cajas de ahorro. Sobre estas señala que anteriormente no se habían desarrollados por carecer de este reconocimiento, pues no brindaban a los ahorradores garantía y seguridad.” (Cabello:1999:235)

Con lo anterior, se esperaba una mayor profundización financiera, porque a partir de este momento las cajas de ahorro se convertirían en un canal adecuado para recolectar ahorro de pequeños ahorradores y distribuirlo al sector productivo a través de préstamos.

- 10) En ese mismo año de 1992, se inicia el proceso de privatización de los fondos de pensiones, los cuales son uno de los principales

intermediarios financieros no bancarios en la etapa de la financiarización, según la literatura revisada en el capítulo.

- 11) En abril de 1994 se otorga autonomía al Banco de México, con lo cual, a partir de este momento se le limita aún más al gobierno a financiar el gasto público por medio de la emisión monetaria, por ende, éste tiene que recurrir al financiamiento a través del mercado de valores de manera constante.

En este contexto, uno de los objetivos de la desregulación fue; “En primer lugar, constituir instituciones financieras para atraer ahorro financiero y superar la segmentación financiera, y despegar instrumentos de política monetaria para volver más atrayente el ahorro financiero.” (Levy:2006:55-56)

Con lo que respecta a la globalización de la economía mexicana, el gobierno promovió la apertura comercial y financiera de 1988 hasta 2010. El antecedente más fehaciente de la adhesión de México a la globalización comercial, se encuentra en la firma del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), el cual buscaba la creación y constitución de zonas de libre comercio, procurando la integración comercial con el fin de eliminar los aranceles y cuotas dentro del grupo de países signatarios. Entre los objetivos que perseguía este acuerdo están; a) mejorar el nivel de vida, b) aumentar la producción y el intercambio de mercancías y, c) fomentar el desarrollo económico. La segunda fase de integración comercial de México se dio en enero de 1995 cuando el GATT se sustituyó por la Organización Mundial de Comercio (OMC).

En 1994, México firma el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), el cual aparte de eliminar los obstáculos al comercio de bienes y servicios establece la entrada de la inversión extranjera a este país, y ésta deberá ser tratada como si fuera inversión nacional, ya que como lo establece el Artículo 1102 del capítulo 11 del TLCAN “cada una de las partes otorgará a los inversionistas de otra parte un trato no menos favorable que el que otorgue, en circunstancias similares, a sus propios inversionistas en lo referente a establecimiento, adquisición, expansión, administración, conducción, operación, venta y otra disposición de las inversiones.”

Además, en este tratado, se permite la conformación de empresas en el país con capital 100% extranjero, porque el Artículo 1102 en su cuarto párrafo establece que está prohibido “...imponer a un inversionista de otra parte el requisito de que un nivel mínimo de participación accionaria en una empresa establecida en territorio de la

parte, esté en manos de nacionales, salvo que se trate de acciones normativas para directores o miembros fundadores de sociedades.”

En 2001, México firma un tratado con la Unión Europea, lo que posiciona a este país como una de las economías en desarrollo que tiene acceso a dos potencias mundiales. (E.U. y Unión Europea)

Hasta 2010 México había firmado 11 tratados internacionales, lo cual permitió entre otras cosas un mayor flujo del comercio y de la inversión extranjera, además de que es considerada actualmente una de las economías en desarrollo más abiertas a nivel internacional.

Con lo que respecta a la globalización financiera, México en 1989 con la modificación a la ley del mercado de valores permitió “... la entrada de la inversión extranjera de portafolio.” (Cabello:1999:232) Con esta modificación, la participación de la banca de inversión se volvió fundamental en la captación de este ahorro financiero internacional.

Los cambios a la Ley del mercado de valores de 1993, dieron cabida a la siguiente fase de la globalización financiera en México, porque “Las reformas a esta Ley se centran en disposiciones que permiten el acceso directo de intermediarios financieros del exterior a nuestro país... Esta disposición abre la posibilidad para que intermediarios financieros del exterior, constituidos por los países con lo que México haya celebrado tratados internacionales en los que permita el establecimiento de filiales, puedan prestar servicios financieros en territorio nacional.” (Cabello:1999:241)

Esta modificación de Ley estableció un preámbulo a la extranjerización de la banca en la crisis de 1994. Mántey (2010), enfatiza que esta extranjerización aceleró, además, la innovación financiera y el desarrollo de derivados financieros.

Bajo un contexto de desregulación y globalización financiera, México se adentra a la etapa de financiarización, que como se mencionó en el capítulo 2 se caracteriza por el dominio del capital financiero sobre el productivo.

En México al igual que en los países desarrollados para alentar la financiarización después de desregular y globalizar su sistema financiero, se:

- 1) Dio un proceso de creación de nuevos intermediarios financieros no bancarios como las sociedades de objeto limitado (Sofoles) y las Sociedades de objeto múltiple (Sofomes), esto fue producto de la firma del TLCAN en 1994.

La aparición de nuevos intermediarios no bancarios buscaba ampliar y profundizar el mercado de valores.

Por ejemplo la particularidad de las Sofoles es que pueden otorgar créditos a sectores específicos (por tanto son considerados como una banca especializada), pero no puede captar depósitos a la vista. Para hacerse llegar de efectivo lo hacen a través de la emisión de pasivos no monetarios en el mercado de valores.

- 2) En 1997, se cuenta con un sistema de pensiones completamente privatizado, el cual tuvo sus orígenes en 1994. Por tanto, En México, a partir de este momento, se tiene uno de los inversionistas institucionales característico de la etapa de la financiarización.

Además de los dos puntos anteriores, en 2001 con el fin de homologar aún más el sistema financiero al estadounidense se creó un nuevo instrumento de deuda financiera denominado certificado bursátil. Este instrumento según el Artículo 14 bis 6 de la ley del mercado de valores establece que “las sociedades anónimas, entidades de la administración pública estatal, entidades federales, municipios y entidades financieras, cuando actúen en su carácter de fiduciarias podrán emitir certificados bursátiles.”

Esta bursatilización o emisión de títulos respaldados por activos, es un esquema que permite el acceso a fuentes alternas de financiamiento a mediano y largo plazo para el emisor.

El proceso de bursatilización es el siguiente: el dueño emisor de un activo, vende el derecho a recibir los flujos de efectivo que generé este activo en el futuro a una entidad creada para recolectar y distribuir los flujos de efectivo, llamada Vehículo de Propósito Especial (VPE).

Este VPE es el encargado de vender los títulos de bursatilización previamente calificados entre los inversionistas (principalmente instituciones financieras no bancarias) nacionales y extranjeros en la Bolsa Mexicana de Valores.

Por tanto, se puede resaltar que en el contexto de financiarización (la cual precede de la desregulación y globalización financiera) la participación de nuevas y tradicionales instituciones financieras no bancarias se amplía.

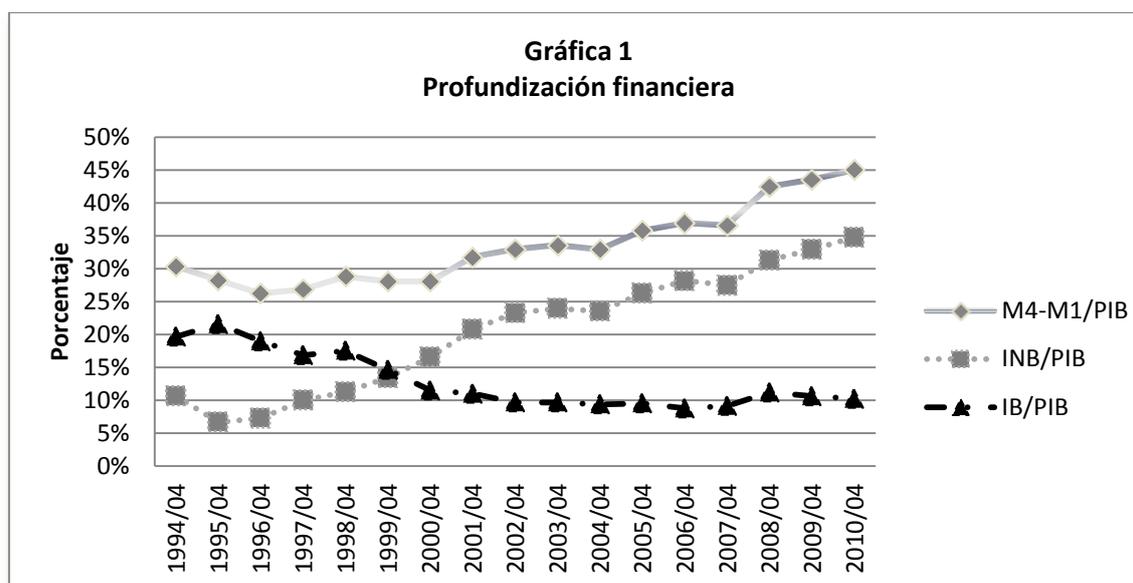
### **3.3 Profundización financiera**

Las reformas comerciales y financieras realizadas durante la desregulación, globalización y financiarización, concretamente al igual que en los países

desarrollados buscaban promover la intermediación a través del mercado de valores y de las instituciones financieras no bancarias.

La mayor participación de los intermediarios no bancarios en la economía se vería reflejada en una mayor profundización financiera.

Bajo este contexto, entre 1994 a 2010 en México se presentó un aumento de 17% del dominio del capital financiero sobre el productivo, medido a través de la profundización financiera. Específicamente, en 1994 porque de constituir 28% con respecto al Producto Interno Bruto (PIB) en 2010 se ubicó en 45%. (Véase gráfica 1)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, sección agregados monetarios y flujos financieros

\*M4-M1/ PIB= profundización financiera

\*\*INB= Instrumentos no bancarios, incluyen la captación de sociedades de ahorro y préstamo, los valores emitidos por el Gobierno Federal, valores emitidos por el Banco de México, valores emitidos por el IPAB (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario), valores privados, Fondos de ahorro para el retiro fuera de las Siefores (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos de Ahorro para el Retiro)

\*\*\*IB =instrumentos bancarios, incluyen la captación directa de los bancos residentes

\*\*\*\*Producto interno bruto trimestral, base 2003, A precios corrientes, indicadores de coyuntura

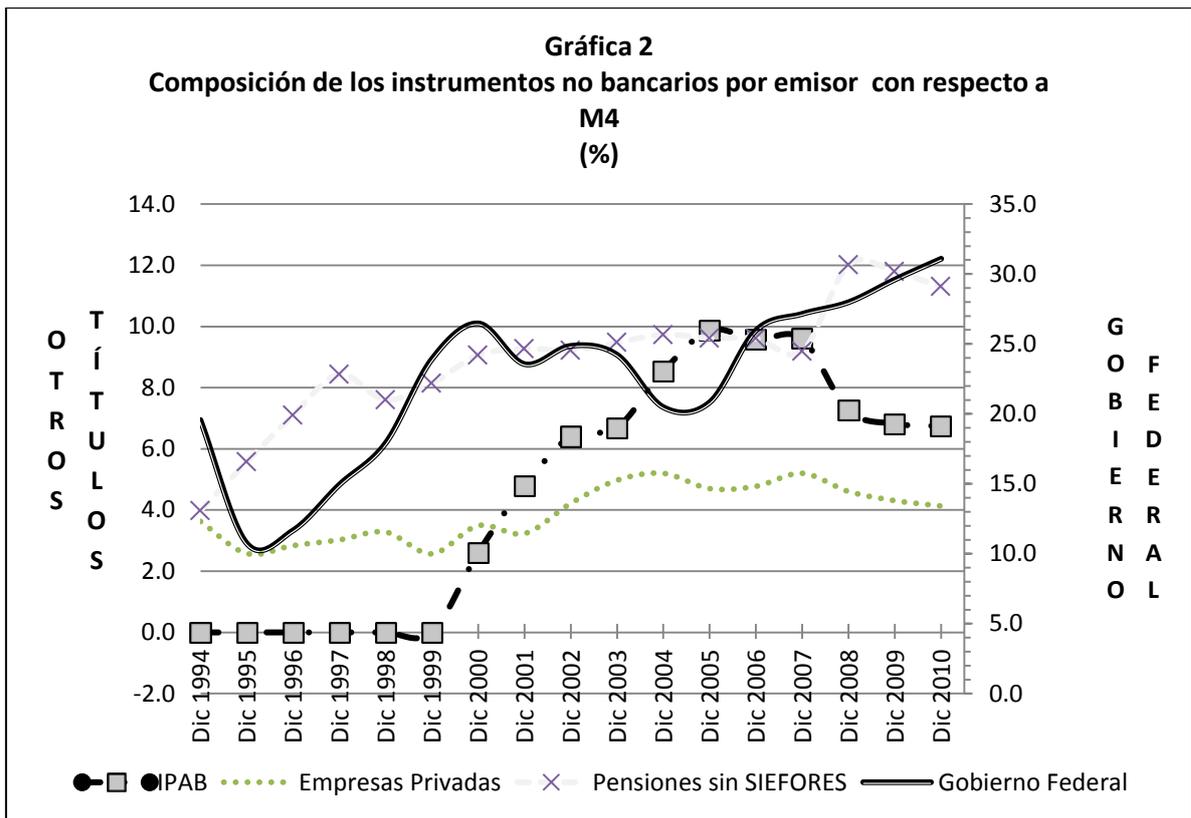
Esta mayor profundización financiera, sobre todo a partir del año 2000, se dio porque los instrumentos financieros no bancarios captaron mayor ahorro financiero, al pasar de 13% en 2000 a 35% con 2010 respecto al PIB. Mientras la atracción de éste por parte de los instrumentos bancarios, en este mismo lapso de tiempo, se mantuvo constante en 10%. En otras palabras del año 2000 al 2010 el mercado financiero y la participación de las instituciones financieras no bancarias adquirieron un mayor auge en la captación de ahorros, porque casi se triplicó su participación con respecto a la economía real. (Véase gráfica 1)

El mayor ahorro financiero captado por los instrumentos no bancarios fue dominado por valores del Gobierno Federal, a pesar de que bajo la concepción económica dominante, el gobierno no debe ser un agente activo en la operación de las actividades económicas, la participación de éste en el mercado de valores es fundamental para generar mínimos de ganancia para los sectores que compran sus títulos. Este incremento de la participación de los valores gubernamentales en la profundización financiera se ve reflejado porque de tener 20% con relación a los agregados monetarios totales en 1994 en el año 2010 sobrepaso el 30% de captación de recursos financieros. (Véase gráfica 2)

Cabe resaltar, que el mayor financiamiento al gobierno a través del mercado de valores, como se enfatizó en la literatura de la financiarización, no tiene relación con el financiamiento a la producción.

En segundo lugar, después de los valores gubernamentales se encuentran los instrumentos emitidos por las instituciones de pensiones fuera de las Siefores (sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro), las cuales para el año 2010 alcanzaron 11% de captación.

Los valores que emiten las empresas no financieras han sido los que menor ahorro financiero han recibido desde el año de 1994 y hasta 2010, porque la captación de éstas en este lapso de tiempo ha oscilado en 4%, pero nunca llegó al 6 ni al 2% del PIB. (Véase gráfica 2)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, sección agregados monetarios y flujos financieros.

\*Gobierno Federal= Valores del Gobierno Federal, GFG/M4= Valores del Gobierno Federal con relación a los agregados monetarios totales

\*\*Empresas Privadas= Valores emitidos por las empresas privadas con relación a los agregados monetarios totales

\*\*\*Pensiones sin Siefiores= Valores emitidos por las instituciones de pensiones fuera de las Siefiores con relación a los agregados monetarios totales.

\*\*\*\*IPAB (Instituto para la Protección al Ahorro Bancario)= Valores emitidos por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario con relación a los agregados totales.

### 3.4 Estructura del sistema financiero mexicano

Esta mayor profundización condujo a un cambio en la estructura del sistema financiero mexicano, en donde como lo marca la literatura de la financiarización la participación de los intermediarios no bancarios debería aumentar.

Por tanto, en este apartado se ahondará en la configuración del sistema financiero mexicano, con el fin de conocer qué instituciones financieras no bancarias son las que presentaron mayor crecimiento de acuerdo con su cuenta de activo de sus hojas de balance entre 2000 y 2010.

### *3.4.1 Evolución de las instituciones financieras no bancarias en México y su composición de 2000 a 2010.*

El sistema financiero mexicano está conformado por el sector bancario, el cual está integrado por la banca de desarrollo y la banca múltiple, y el sector financiero no bancario, el cual para efectos de este trabajo será dividido en dos grupos:

El primero grupo está compuesto por las instituciones financieras no bancarias tradicionales como las casas de bolsa, uniones de crédito, arrendadoras financieras, compañías de seguros especializadas en salud, afianzadoras, empresas de factoraje financiero, almacenes generales de depósito y los fondos de fomento.

El segundo, es el grupo de las instituciones financieras no bancarias típicas del período de financiarización. En este grupo se incluye a los fondos de pensiones privados distintos de las Siefores, las compañías de seguros, sociedades de inversión, sociedades de objeto múltiple (Sofomes), sociedades de objeto limitado (Sofoles), Siefores (sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro) y las entidades de ahorro y crédito popular.

Esta división del sistema financiero se hizo porque durante la financiarización se crean casi todas las instituciones financieras no bancarias del segundo grupo y otras como las sociedades de inversión adquieren un mayor dinamismo.

El objetivo que persiguen las instituciones financieras no bancarias típicas de la financiarización es fortalecer la intermediación a través del mercado financiero, porque éstas tienen la cualidad de recolectar una gran cantidad de ahorro financiero y canalizarlo al mercado financiero para su capitalización.

De acuerdo con el cuadro 1, la participación de los activos de las instituciones financieras no bancarias con respecto al PIB en el lapso de 2000 a 2010 casi se triplicó. En 2000 eran de 10.4% y para 2010 representó 30.6%.

Las instituciones financieras no bancarias que mayor crecimiento y dinamismo mostraron fueron las instituciones típicas del período de la financiarización, las cuales casi cuadruplicaron su participación en la economía en el primer decenio del siglo XXI, al pasar de 7% en el año 2000 a casi 27% en el año 2010 con respecto al PIB.

En concreto, como lo establece la literatura de la financiarización, las instituciones financieras no bancarias que dinamizaron el sector financiero no bancario total, fueron en primer lugar las Siefores, seguidas por las sociedades de inversión y en tercer lugar, se situaron las compañías de seguros.

Del 30% de la participación total que el sector financiero no bancario ejercía en el sistema financiero mexicano en el año 2010, poco más del 23% fue contribuido por las Siefores, las sociedades de inversión y las compañías de seguros, Las cuales tenían 10.6, 9.2 y 3.7% respectivamente. (Véase cuadro 1)

Un aspecto a resaltar, es el hecho de que la participación del sector bancario se mantuvo constante en 30.7% de 2000 a 2010. (Véase cuadro 1)

Cuadro 1

**Participación de los Activos del Sistema Financiero Mexicano en el Producto Interno Bruto  
(Porcentaje)**

AÑO	TOTAL SISTEMA	sector bancario			Instituciones financieras no bancarias tradicionales										Instituciones financieras típicas del período de financiarización						
		Total sector bancario	Banca Múltiple	Banca de Desarrollo	Total Sector No Bancario	Casas de Bolsa	Uniones de Crédito	Arrendadoras financieras	Almacenes generales de depósito	Salud	Afianzadoras	Casas de Cambio	Fondos de Fomento	Empresas de Factoraje	Pensiones	Seguros	Sociedades de Inversión	SOFOLES	SIEFORES	ENTIDADES DE AHORRO Y CRÉDITO	SOFOMES
2000	42,8	32,0	24,2	7,8	10,8	0,2	0,2	0	0,1	0	0,1	0	2,7	0	0,5	1,7	2,8	0	2,5	0	0
2001	48,3	32,5	24,6	7,9	15,8	0,2	0,2	0,2	0,1	0	0,1	0,1	2,8	0,1	0,7	1,9	4,4	1,3	3,6	0	0
2002	51,0	33,5	24,3	9,2	17,5	0,2	0,2	0,2	0,1	0	0,1	0,1	2,6	0,2	0,9	2,2	4,6	1,7	4,5	0	0
2003	50,3	32,2	24,0	8,2	18,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0	0,1	0	2,3	0,2	0,9	2,3	4,6	1,8	5,1	0	0
2004	47,7	29,5	22,9	6,5	18,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0	0,1	0	2,1	0,2	0,9	2,4	4,4	2,1	5,3	0	0
2005	48,8	28,7	22,6	6,0	20,1	0,2	0,2	0,3	0,1	0	0,1	0,1	1,9	0,2	0,8	2,6	5,3	2,2	6,2	0	0
2006	48,9	27,1	22,7	4,5	21,8	0,3	0,2	0,4	0,1	0	0,1	0,1	1,7	0,2	0,8	2,7	6,6	1,9	6,9	0	0
2007	49,3	27,0	23,2	3,8	22,3	0,4	0,2	0,1	0,1	0	0,1	0	1,5	0,1	0,8	2,9	7,2	1,5	7,3	0	0
2008	54,3	30,8	26,5	4,3	23,5	1,2	0,2	0,1	0,1	0	0,1	0	1,4	0	0,9	3,5	6,5	1,2	8,2	0	0
2009	59,7	31,4	26,8	4,6	28,3	2,3	0,3	0,1	0,1	0	0,1	0	1,3	0	1,0	3,7	7,6	0,6	9,4	0,5	1,4
2010	63,9	33,4	28,9	4,5	30,6	2,1	0,2	0,0	0,1	0	0,1	0	1,2	0	1,0	3,7	9,2	0,5	10,6	0,5	1,3
Promedio	51,4	30,7	24,6	6,1	20,6	0,7	0,2	0,2	0,1	0	0,1	0	1,9	0,1	0,8	2,7	5,7	1,3	6,3	0,1	0,2
Cvar%	11,5	7,5	8,1	31,0	27,1	113,1	12,1	65,9	19,4	32,7	13,8	53,8	29,4	73,9	15,3	25,1	32,3	53,2	38,8	222,7	222,9
DE	5,9	2,3	2,0	1,9	5,6	0,8	0	0,1	0	0	0	0	0,6	0,1	0,1	0,7	1,9	0,7	2,5	0,2	0,6

Fuente: Elaboración propia con datos de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y el Banco de México

\* Para la conformación del sistema financiero total se tomaron en cuentas los activos de las instituciones financieras bancarias y no bancarias

\*\*PIB= Producto Interno Bruto

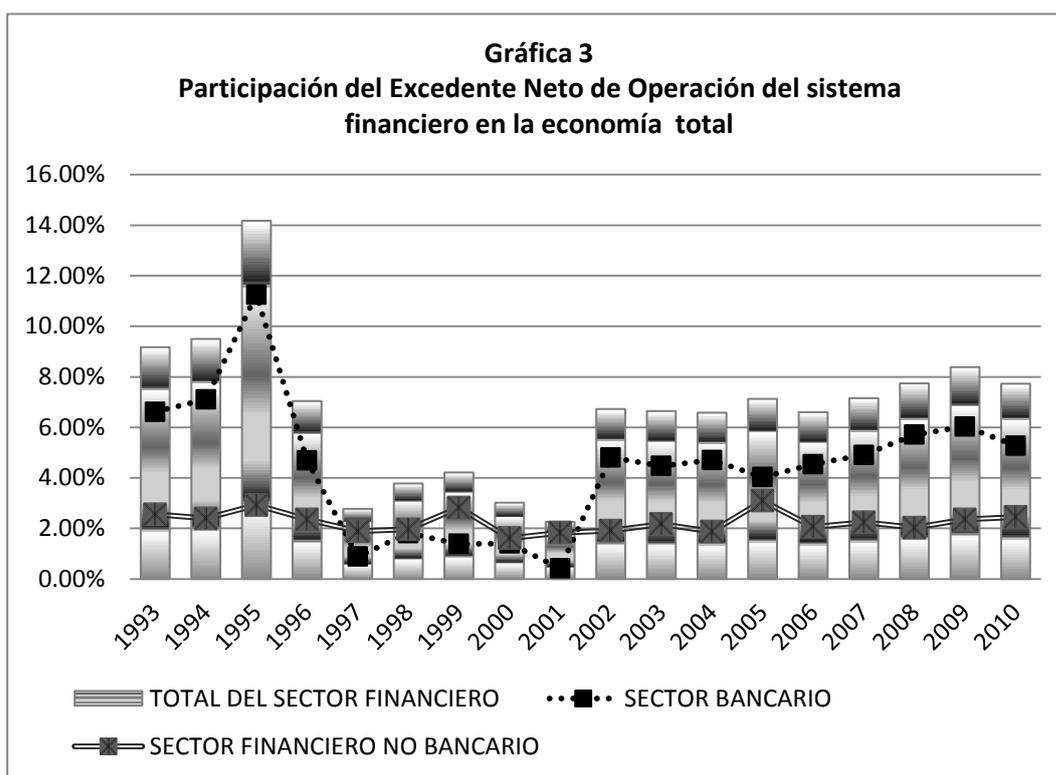
\*\*\*Producto interno bruto trimestral, base 2003 a precios corrientes.

DE= Desviación estándar

Cvar= Coeficiente de variación (desviación estándar/ promedio)

Nota: los resultados pueden variar por los decimales

A pesar de que la participación de los activos de las instituciones financieras no bancarias ha crecido con respecto al PIB, el sector financiero no bancario es pequeño en términos de la producción del excedente neto de operación. Esto se ve reflejado en la gráfica 3, donde se muestra que el excedente neto del sector no bancario (conformado por las instituciones auxiliares de crédito, instituciones cautivas y prestamistas de dinero, compañías de seguros, fondos de pensiones y otros intermediarios financieros) con respecto al excedente neto de la economía se ha mantenido constante en 2% desde el año 1993 al 2010.



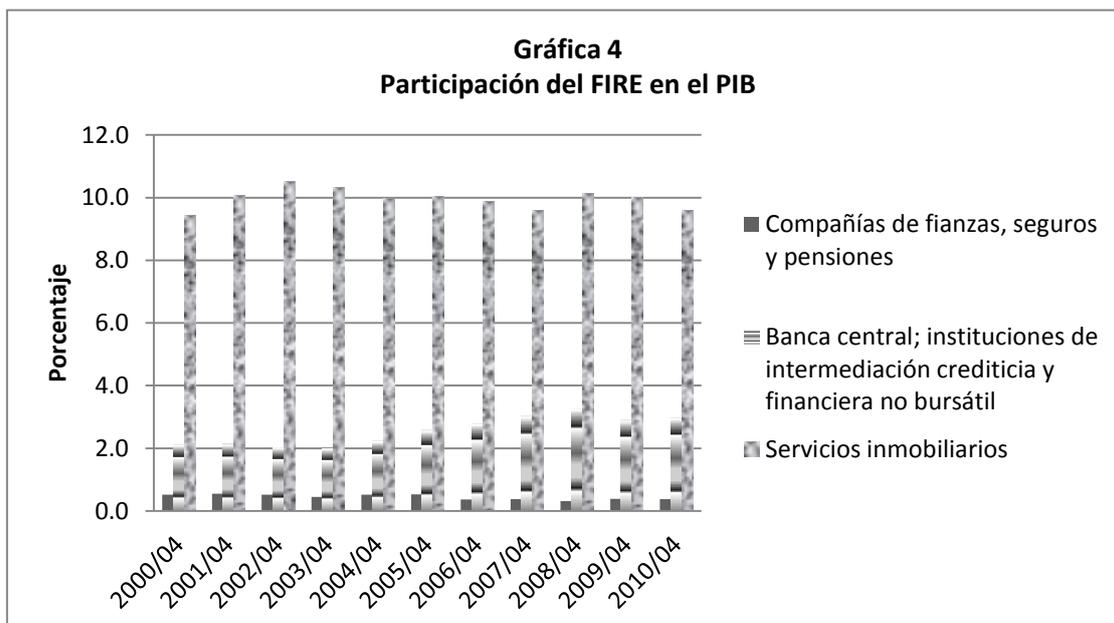
Fuente: elaboración propia con datos del Sistema de Cuentas Nacionales, tomando en cuenta los datos de las sociedades Financieras incluidas en las cuentas por sectores institucionales

\*Sector bancario= Banca de desarrollo, Banco central y banca comercial

\*\* Sector no bancario= Otro intermediarios financieros, instituciones auxiliares de crédito, instituciones cautivas y prestamistas de dinero, compañías de seguros y fondos de pensión.

\*\*\* Se tomó en cuenta el excedente neto de operación entre la economía total.

La afirmación anterior de que la participación de los intermediarios en la economía es pequeña, se refuerza en la gráfica 4, la cual muestra que la participación de las compañías de fianza, seguros y pensiones no llega ni al 1% con respecto al PIB y en cambio resalta que los servicios que más contribuyen en la economía son los inmobiliarios, debido a que la participación de éstos ha oscilado entre el 9 y 10% respecto al PIB.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI.

\* FIRE= Finanzas, seguros y sector inmobiliario (Finance Insurance and Real Estate Sector).

\*\*PIB= Producto Interno Bruto, El PIB utilizado fue a precios corrientes.

\*\*\*Banca central; instituciones de intermediación crediticia y financiera no bursátil; actividades bursátiles cambiarias y de inversión financiera

\*\*\*\*Servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles

Por tanto, se puede decir que a pesar de que la participación de las instituciones financieras no bancarias dentro del sistema financiero ha aumentado, en especial las Siefores, sociedades de inversión y compañías de seguros, este crecimiento no se ha visto reflejado en una mayor participación dentro del aparato productivo.

### **3.5 Análisis de las hojas de balance de las instituciones financieras no bancarias más activas durante el período de financiarización**

El objetivo central de este apartado es profundizar el estudio del funcionamiento de los intermediarios no bancarios típicos del período de financiarización (Siefores, sociedades de inversión y compañías de seguros), porque estos fueron los que mostraron un dinamismo creciente entre 2000 y 2010.

Concretamente, el análisis se llevará a cabo a través de las hojas de balance de estas instituciones, con el fin de conocer en qué tipo de instrumentos financieros invirtieron sus recursos, y así identificar si en realidad están cumpliendo su objeto de creación, el cual consiste en proveer una mayor cantidad de ahorro financiero a las empresas no financieras a través de la compra de los títulos financieros que éstas últimas emiten en el mercado de dinero, y de esta manera coadyuvar al crecimiento económico.

### *3.5.1 Fondos de pensiones privados*

Los fondos de pensiones privados son "... compañías que se comprometen en los mercados financieros por su propia cuenta, reciben contribuciones regulares e invierten en títulos." (Correa:2004:272)

"El objetivo fundamental de los fondos de inversión en términos de crecimiento económico es robustecer el mercado de capitales vía la oferta de crecientes montos de ahorros, que se distinguen por ser de largo plazo en tanto se recolectan a lo largo de la vida activa de los asalariados. Estos ingresos no consumidos deben valorizarse o al menos mantener su valor real, a fin de retornar a los trabajadores al final de su vida laboral. La valorización tiene lugar a través de la apropiación de una porción de utilidades de las empresas [no financieras] a cambio de proveer financiamiento de largo plazo." (Levy:2006:281)

Así, que en este apartado trataremos de responder la pregunta ¿si este proceso ocurre en la economía mexicana? La respuesta se encontrará al analizar la cuenta de valores de éstas instituciones.

#### *3.5.1.2 Antecedentes*

En México, el inicio de la privatización de los fondos de pensiones tuvo lugar en el año de 1992 con la creación del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), a partir de ese año, las contribuciones establecidas por el gobierno "...involucraban una aportación de 2 por ciento del salario base de cotización (SBC) para el retiro y 5 por ciento para la vivienda, recursos que se registraban de manera individual en el Banco de México." (Villagómez y Hernández:2010:277)

La siguiente etapa del proceso de privatización se estableció el primero de julio de 1997 con la reforma del programa del Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS), esta propuesta de cambio "...significó la sustitución del esquema de reparto y beneficios definidos por uno de capitalización total, basado en cuentas individuales." (Villagómez y Hernández:2010:277)

Levy (2003), enfatiza que en este nuevo sistema de capitalización individual, el monto de las pensiones se volvió dependiente de las contribuciones que ahorran los trabajadores a lo largo de su vida laboral, y en donde el Estado solo garantizará mínimas obligatorias.

Bajo este nuevo esquema, las cuentas individuales de los trabajadores son manejadas por las Administradoras de fondos de ahorro para el retiro (Afores), dicha cuenta

individualizada se compondrá de tres subcuentas, retiro, vivienda y aportaciones voluntarias, siendo las subcuentas de retiro y aportaciones voluntarias las que se invertirán en el mercado de valores a través de las Sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro (Siefores). Así, México al privatizar sus fondos de pensiones "Al igual que en la mayoría de los países, se establecieron Sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro (Siefores) cuyo único objeto era colocar los fondos de pensiones recolectados por las Afores (Administradoras de fondos de ahorro para el retiro) en los mercados financieros y reguladas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)." (Levy:2003:190)

Levy (2006:285), enfatiza que los nuevos mecanismos de operación de los fondos de pensiones en México quedaron constituidos de la siguiente forma: "a) Los trabajadores ceden a lo largo de su vida útil una proporción de su ingreso. Este ingreso no consumido -ahorro- es de largo plazo, en tanto se entregará al trabajador al final de su vida. b) Los fondos de pensiones deben incrementar el valor de dichos ahorros, o al menos mantener su poder adquisitivo, mediante la inversión de títulos que capte parte de las ganancias que se generan en el sector productivo. Entonces, los fondos de pensiones se insertan en el mercado de capitales, a través de la función de intermediación financiera que realizan ex-post al gasto de inversión. c) Las empresas con el ahorro de los trabajadores, financian su inversión, crean empleos, y el ingreso y el ahorro incrementan."

Concretamente, el objeto de creación de los fondos de pensiones privados es incrementar el ahorro nacional y canalizarlo a las empresas no financieras a través del mercado de capitales.

### *3.5.1.3 Regulación*

Bajo este nuevo esquema de cuentas individualizadas, la regulación de los fondos de pensiones privados quedó a cargo de la CONSAR (Comisión Nacional del Sistema de Ahorro

La CONSAR a través de la Ley obligó a los fondos de pensiones privados, esencialmente a las Siefores, a otorgar el mayor rendimiento posible a los trabajadores con el menor riesgo posible y robustecer el mercado de valores, lo anterior quedó sustentado en el Artículo 43 de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (1996:25). El cual establece "...que el régimen de inversión deberá tener como principal objetivo otorgar mayor seguridad y rentabilidad de los recursos de los

trabajadores. Asimismo, el régimen de inversión tenderá a incrementar el ahorro interno y el desarrollo de un mercado de instrumentos de largo plazo acorde con el sistema de pensiones. A tal efecto, proveerá que las inversiones se canalicen preponderantemente, a través de su colocación en valores, a fomentar: a) la actividad productiva nacional; b) la mayor generación de empleo; c) la construcción de vivienda; d) el desarrollo de infraestructura estratégica del país; y e) el desarrollo regional."

El régimen de inversión de las Siefos ha variado a través del tiempo, en el año 2004 se hizo la primera modificación importante, porque se creó la Sociedad de inversión Básica 2, la cual invertiría los recursos de los trabajadores que tuvieran menos de 56 años de edad. De esta manera, la Sociedad de inversión básica 1 se concentraría en invertir los ahorros de los trabajadores mayores de 56 años.

Bajo este nuevo régimen de inversión, la composición de cartera de las Siefos podría estar constituida "Hasta el 100% de sus Activos en instrumentos de deuda emitidos y avalados por el gobierno Federal... Hasta el 35% de su activo Neto en instrumentos que tengan grado de inversión [doble A]. Hasta un 5% de su activo Neto en instrumentos que tenga grado de inversión A. Hasta el 20% de su Activo Neto en Valores Extranjeros. Hasta la cantidad de doscientos cincuenta mil pesos moneda nacional en depósitos bancarios de dinero a la vista de Bancos, más la cantidad necesaria para el pago de las obligaciones exigibles." (Circular CONSAR 15-12:2004:9-10)

De acuerdo a la modificación de Ley de 2004, las Siefos tenían prohibido "Adquirir instrumentos de deuda emitidos, aceptados o avalados por Entidades Financieras o casa de bolsa... Adquirir instrumentos de deuda y Valores Extranjeros subordinados...Adquirir instrumentos de renta variable y Valores Extranjeros de Renta Variable." (Circular CONSAR 15-12:2004:10)

Bajo este régimen de inversión, las Siefos tenían muy limitada su participación en el mercado de capitales, ya que no podían comprar instrumentos de renta variable. Por tanto, el ahorro financiero captado por estas instituciones no necesariamente se canalizaba a las financiar la producción de las empresas no financieras.

La otra gran modificación de Ley que afectó el régimen de inversión de las Siefos, se dio en el año de 2007. Esta modificación tuvo como fin que los recursos de los trabajadores se invirtieran en éstas de acuerdo con su edad, perfil de inversión y ciclo de vida, por tanto, se crearon las sociedades de inversión Básicas 3, Básica 4 y Básicas 5.

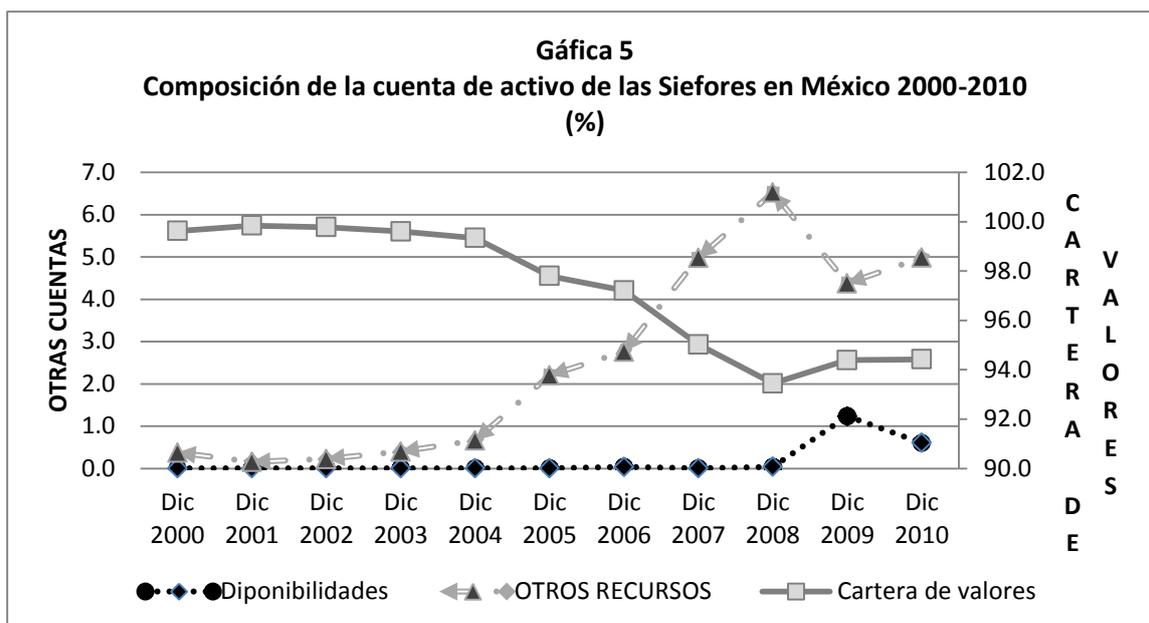
La modificación de Ley de 2007 buscó una mayor diversificación de la cartera de inversión de las Siefores, por tanto, permitió que éstas invirtieran "...Hasta el 100% de su Activo Neto en instrumentos de deuda emitidos o avalados por el Gobierno Federal...Hasta el 35% de su Activo Neto en Instrumentos de deuda que tengan grado de inversión [doble A]...Hasta el 5 % de su Activo Neto en Instrumentos de deuda que tengan grado de inversión [A]... Hasta 20% de su activo en Valores Extranjeros... Invertir en instrumentos bursatilizados hasta el 40% del Activo Neto... En componentes de Renta Variable, que no estén estructurados en Notas, con una exposición máxima de 30% del Activo Neto... En depósito de dinero a la vista en Bancos." (Circular CONSAR 15-19:2007:21-22)

Este nuevo régimen de inversión permitió que las Siefores invirtieran una mayor cantidad de sus activos en acciones de las empresas no financieras que cotizan en Bolsa y que canalizaran sus recursos a innovaciones financieras como los títulos bursátiles que son característicos de la financiarización en los países desarrollados.

#### *3.5.1.4 Análisis de las hojas de Balance*

Bajo este último régimen de inversión de las Siefores analizaremos la composición de sus hojas de balance del año 2000 al 2010, con el fin de conocer en qué instrumentos financieros han invertido.

La cuenta de activo de las Siefores está conformada en primer lugar por la cartera de valores, la cual ha mostrado una leve tendencia a la baja entre el año 2000 al 2010, porque pasó de una participación en el total de la cartera de 99% en el año 2000 a 95% para el 2010; en segundo lugar se encuentra la subcuenta de otros recursos, la cual al contrario de la cuenta de cartera de valores, presentó una ligera tendencia alcista ubicándose en 5% en 2010 de no representar ni el 1 % del activo total en el 2000. En último lugar permaneció la subcuenta de disponibilidades, ya que ésta de 2000 a 2010 mantuvo una tendencia constante menor de 1% respecto a activo total. (Véase gráfica 5)



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco de México, indicadores económicos.

\*Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor (índice general)

\*\*Índice base segunda quincena de diciembre de 2010 (2° quincena de 2010=100%)

Lo anterior coincide con el funcionamiento de estas empresas, porque sus disponibilidades, sobre todo en efectivo, son pocas porque no tienen compromisos que cubrir en el corto plazo, debido a que los ahorros de los trabajadores son reclamados hasta el final de la vida productiva de éstos.

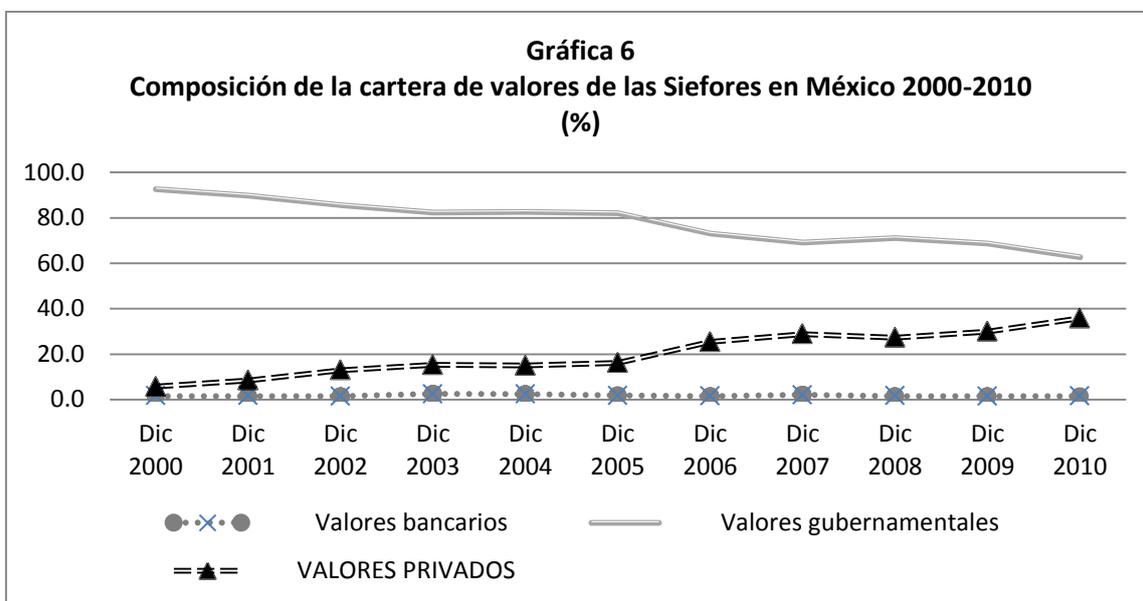
En el año de 2009, la necesidad de las Siefores de mantener disponibilidades aumenta, porque con la modificación a los Artículos 139, 165, 168, 191 y 198, se permitió a los trabajadores retirar parte de sus recursos ahorrados por motivo de desempleo.

La subcuenta de otros recursos tiene poca participación, porque las Siefores no necesitan una gran cantidad de bienes inmuebles para su operación, debido a que éstos deben ser proporcionados por las Afores. Por tanto, como se ha venido comentando, la prioridad de las Siefores es invertir los recursos de los trabajadores y valorizarlos en el mercado de valores.

EL siguiente paso es analizar la composición de la cartera de valores para determinar si estuvieron ligados al financiamiento de largo plazo.

La cuenta de valores de las Siefores está integrada por valores gubernamentales, privados y bancarios. Los valores gubernamentales son los que ejercen dominio en ésta entre 2000 y 2010, a pesar de haber mostrando una tendencia a la baja, ya que de tener una participación de 92% en el año 2000 en el 2010 se ubicó en 62%, esto

significó una caída de 30%. En sentido opuesto los valores privados, sobre todo a partir del año 2005, aumentaron al pasar de 6% en el año 2000 a 35% en 2010. Lo cual significa que las reformas al régimen de inversión, que se mostraron anteriormente, sí fomentaron la adquisición de los valores que emiten las empresas no financieras por parte de las Siefores. (Véase gráfica 6)



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco de México, indicadores económicos.

\*Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor (índice general)

\*\*Índice base segunda quincena de diciembre de 2010 (2° quincena de 2010=100%)

La cartera de instrumentos financieros gubernamentales estuvo constituida durante este período, por los Certificados de Tesorería (CETES), Bonos de Desarrollo (BONDES), Bonos de Desarrollo en Unidades de Inversión (UDIBONOS), Pagarés y Certificados de indemnización carretera, bonos UMS (United Mexican State), los bonos de pensión del ISSSTE y Otros bonos. Éste último rubro está formado por los Bonos de Regulación Monetaria, bonos de tasa fija a 3, 5, 7, 10 y 20 años y los bonos de Protección al Ahorro. (Véase cuadro 2)

La cartera de valores gubernamentales de las Siefores ha estado altamente concentrada desde el año 2000 y hasta el 2010 en 4 bonos, los cuales son los CETES, BONDES, UDIBONOS y Otros bonos, aunque cabe mencionar que su participación en la cartera ha variado en este lapso de tiempo. El hecho que más sobresale es la tendencia a la baja que presentaron los BONDES porque de ejercer una contribución en la cartera de 66.6% en el año 2000 paso a 10.6% en el 2010, es decir descendieron en 50% su participación. (Véase cuadro 2) La reducción de los Bondes se debió a que

las Siefores canalizaron más recursos a bonos que garantizarían mayores rendimientos con menor riesgo.

Los bonos a los cuales las Siefores dirigieron sus recursos, en primer lugar, fueron a los Otros bonos, especialmente a los de tasa fija de 3, 5, 7, 10 y 20 años que pasaron de 9.3% en el año 2000 a 43.5% en el 2010. Esto se debió a que éstos cubren el riesgo por aumentos de inflación, gozan de un amplio mercado secundario, pagan rendimiento cada 180 días y sobre todo tiene la cualidad que pueden servir como colaterales para solicitar un préstamo. (Véase cuadro 2)

El segundo lugar lo tuvieron los UDIBONOS, los cuales pasaron de 17.3% en 2000 a 31.8% en el 2010. El cambio de Bonos por UDIBONOS se debe, a que estos últimos a diferencia de los primeros cubren las inversiones de pérdidas en períodos con niveles de inflación considerables, porque el rendimiento de estos bonos está ligado a la inflación. (Véase cuadro 2)

Cuadro 2  
Composición de los valores gubernamentales de las Siefores en México  
2000 a 2010 (%)

CONCEPTO/PERIODO		Dic 2000	Dic 2001	Dic 2002	Dic 2003	Dic 2004	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	promedio	Cvar (%)	DE
<b>Valores gubernamentales</b>		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	0	0
<b>CETES</b>		4,6	4,7	4,6	3,5	8,2	14,3	10,9	16,6	11,8	11,1	9,6	9,1	47,9	4,3
<b>BONDES</b>		66,6	61,2	59,1	58,6	49,7	30,1	10,2	7,9	3,3	3,4	10,6	32,8	80,4	26,4
	<b>BONDES (PAGO TRIM. Y SEMESTRAL)</b>	100	100	100	100	100	100	77,1	65,8	62,1	42,2	0	77	42,4	32,7
	<b>BONDES D</b>	0	0	0	0	0	0	22,9	34,2	37,9	57,8	100	23	142,1	32,7
<b>UDIBONOS</b>		17,3	10,3	11,2	8,2	8,0	10,0	18,2	22,3	25,6	31,9	31,8	17,7	51,3	9,1
<b>PAGARÉS Y CERTIFICADO DE INDEM. CARRETERA</b>		2,2	2,1	3,1	7,4	7,3	8,4	9,5	9,1	7,4	8,2	8,7	6,7	42,1	2,8
<b>UMS</b>		0,1	0	0,3	0,1	3,8	1,2	1,4	1,8	3,5	3,1	4,4	1,8	91,9	1,6
<b>BONOS DE PENSION DEL ISSSTE</b>		0	0	0	0	0	0	0	0	6,4	1,0	1,0	0,8	250,5	1,9
<b>OTROS BONOS</b>		9,3	21,6	21,7	22,2	22,9	36,1	49,7	42,4	42,2	41,4	43,5	32,1	40,3	12,9
	<b>BREMS (Bonos de Reg. Monetaria)</b>	3,5	5,8	8,9	11,4	38,5	22,2	8,7	0	0	0	0	9	131,9	11,9
	<b>BONOS TASA FIJA 3, 5 7, 10 Y 20 AÑOS</b>	93	93,9	90,5	86,2	49,9	59,7	80,1	93,1	95,6	88,3	90,8	83,7	18,0	15,1
	<b>BPA's (BONOS DE PROTECCIÓN AL AHORRO)</b>	3,5	0,3	0,5	2,4	11,6	18,2	11,2	6,9	4,4	11,7	9,2	7,3	77,5	5,6

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

Por otro lado, la composición de la cartera de valores privados, que como se menciono presentó un crecimiento importante entre los años de 2005 a 2010, ha sufrido grandes cambios en su composición, porque los pagares a mediano plazo que en el año 2000 atraían el 85.4% de recursos destinados en esta cuenta, para el año 2008 dejaron de tener participación en ésta. Lo anterior se tradujo en una mayor diversificación en dicha cartera, porque conforme disminuía la participación de los pagares a mediano plazo la de los certificados bursátiles aumentaba hasta llegar a captar en el año 2005 el 82.8% de los recursos monetarios destinados a esta cuenta. (Véase cuadro 3)

Este cambio de preferencia se debió a que las empresas no financieras que emiten los certificados bursátiles tienen la obligación por ley de cubrir el importe de estos, porque en caso de impago los tenedores pueden proceder legalmente para solicitar la liquidación de la deuda. Hay que recordar que la deuda emitida a través de certificados bursátiles esta respaldada por activos no productivos de las empresas no financieras, por ejemplo las cuentas por cobrar.

Sin embargo, entre los años de 2005 a 2010 tiene lugar la mayor diversificación de la cartera de valores privados de las Siefores, porque en este lapso la participación de las acciones en esta cuenta aumenta al pasar de 8.4% en 2005 a 42.1% en 2010. Este aumento responde a las modificaciones hechas en 2007 a la Ley en cuanto el régimen de inversión de las Siefores. (Véase cuadro 3)

Cuadro 3  
Composición de los valores privados en tenencia de las Siefores en México  
2000-2010 (%)

Período/ concepto	acciones	Pagarés a mediano plazo	Certificados bursátiles	Certificados de participación (CPO'S)	Obligaciones industriales	Eurobonos	Títulos de deuda emisoras extranjeras	Otros
2000	0	85.4	0	4.9	9.8	0	0	0
2001	0	49.7	36.8	8.1	5.4	0	0	0
2002	0	28.4	62.5	6.3	2.8	0	0	0
2003	0	18.2	74.7	5.1	2.1	0	0	0
2004	0	12.5	82.8	4.0	0.7	0	0	0
2005	8.4	4.5	79.7	2.5	0	2.3	0.9	1.7
2006	29.8	1.0	48.1	1.1	0	5.5	12.3	2.2
2007	28.1	0.4	44.8	0.6	0	7.6	16.4	2.1
2008	26.4	0	47.6	0.2	0	7.4	10.8	1.6
2009	36.5	0	42.1	0.1	0.7	7.3	12.2	1.1
2010	42.1	0	40.7	0.1	0.4	6.8	8.7	1.2
Promedio	15.6	18.2	50.9	3.0	2.0	3.3	6.1	0.9
Cvar %	108.8	149.8	46.4	94.5	153.2	106.4	117.8	102.2
DE	17.0	27.3	23.6	2.8	3.1	3.5	7.2	0.9

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

La mayor canalización de recursos monetarios a la compra de acciones por parte de las Siefores, es lo que ha disminuido la participación de los valores gubernamentales en el total de la cartera de valores del año 2005 al 2010.

Se puede concluir este apartado enfatizando que las modificaciones realizadas a la Ley de las Siefores han permitido que éstas, durante el proceso de financiarización, otorguen mayor liquidez a las empresas no financieras a través de la compra de acciones y también hayan creado un mercado activo a las innovaciones financieras de este sector, tales como los certificados bursátiles privados. Liquidez que como se resalta en la participación de este sector con respecto al producto (medido a través del FIRE y del sistema de cuentas nacionales) no necesariamente está ligado al crecimiento productivo.

Las Siefores para el gobierno federal han significado el canal de conseguir recursos financieros para cubrir su déficit fiscal, controlar la oferta monetaria y además han creado mercado para las innovaciones financieras de éste, estas innovaciones fueron los certificados bursátiles públicos, los bonos de tasa fija a 3, 5, 7, 10 y 20 años.

Concretamente, las Siefores en este período han inyectado liquidez al mercado financiero mexicano y fomentado las innovaciones financieras.

### *3.5.2 Sociedades de inversión*

Las sociedades de inversión "... se dedican a la compra venta de valores de diversas clases con vistas a distribuir los rendimientos entre los participantes. Son intermediarios financieros que reciben dinero de los inversionistas y lo usan para comprar activos financieros. Los inversionistas por ello reciben una participación de la compañía de inversión, e indirectamente son propietarios de los activos financieros que la compañía de inversión compró." (Correa:2004:272).

A las sociedades de inversión también se les puede considerar como "... instituciones especializadas en la administración de inversiones, que concentran recursos monetarios de numerosos inversionistas interesados en formar e incrementar su capital, bajo ciertos niveles de riesgo y liquidez invirtiendo a cuenta y beneficio de éstos, entre un amplio y selecto número de valores" (Vega:1998:23)

Se podría decir, que las sociedades de inversión son fundamentales en la intermediación entre los dueños de capital y los ejecutivos empresariales que se discuten en la teoría tradicional del ahorro ex ante.

### 3.5.2.2 Antecedentes

Las sociedades de inversión en sus inicios solo podían estar integradas bajo el régimen de sociedades de inversión de tipo mixto, lo que significaba que estas no eran completamente abiertas ni cerradas, porque podían poner en circulación nuevas acciones de acuerdo a la demanda. En esto se parecían a las sociedades de tipo abiertos pero no podía comprar sus recomprar sus acciones, en esto eran cerradas.

En ese entonces, el precio de las nuevas acciones de estos intermediarios no bancarios no dependía de la oferta y demanda de éstas, sino del valor en libros de la sociedad de inversión.

La Ley de sociedades de inversión en su Artículo 1 (2001:1), establece que sus objetivos son: "a) El fortalecimiento y descentralización del mercado de valores; b) [Servir como] el acceso al pequeño y mediano inversionista al mercado de valores; c) [promover] la diversificación del capital, d) [contribuir] al financiamiento de la actividad productiva del país y, e) [buscar] La protección de los intereses del público inversionista."

Actualmente, en México existen cuatro tipos de sociedades de inversión de acuerdo a la composición de su cartera de inversión:

- a) Sociedades de inversión de renta variable.- “Estas sociedades operaran con acciones, obligaciones y demás valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.” (Ley de sociedades de inversión: 2001:10)
- b) Sociedades de inversión en instrumentos de deuda.- También denominados instrumentos de renta fija, “Operarán exclusivamente con Activos Objeto de Inversión cuya naturaleza corresponda a valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero.” ( Ley de sociedades de inversión: 2001:11)
- c) Sociedades de inversión de capitales.- “Las sociedades de inversión de capitales operarán 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.”( Ley de sociedades de inversión: 2001:11)
- d) Sociedades de objeto limitado.- “Las sociedades inversión de objeto limitado operarán exclusivamente con los Activos Objeto de inversión que definan en

sus estatutos y prospectos de información al público inversionista” (Ley de sociedades de inversión: 2001:12)

Además, las sociedades de inversión deberán tener alguna de las siguientes modalidades:

i) “Abiertas: aquella que tienen la obligación... de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con Activos Objeto de Inversión integrantes de su patrimonio.

ii) Cerradas: aquellas que tienen prohibido recomprar las acciones representativas de su capital social y amortizar acciones con Activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones coticen en una bolsa de valores.” (Ley de sociedades de inversión: 2001:2)

### 3.5.2.3 Regulación

La regulación de las sociedades de inversión queda a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Bajo los términos de la ley de las sociedades de inversión, estas sólo podrán realizar las siguientes operaciones:

1.- Comprar, vender o invertir en Activos Objeto de Inversión de conformidad con el tipo de régimen que corresponda de acuerdo al tipo de sociedad.

2.-Celebrar reportos y préstamos sobre valores a los que les resulte aplicable la Ley del Mercado de Valores con instituciones de crédito o casas de bolsa, pudiendo actuar como reportadoras o, en su caso prestatarias o prestamistas

3.- Adquirir las acciones que emiten. Lo anterior, no será aplicable a las sociedades de capitales y cerradas, a menos que sus acciones coticen en bolsa, supuesto en el cual podrán recomprarlas.

4.- Comprar o vender acciones representativas del capital social de otras sociedades de inversión, sin perjuicio del régimen de inversión al que estén sujetos

5.- Obtener préstamos de créditos de instituciones de crédito, intermediarios financieros no bancarios y entidades financieras del exterior.

6.- Emitir valores representativos de una deuda a su cargo, para el cumplimiento de su objeto.

Así mismo las sociedades de inversión tienen prohibido realizar las siguientes operaciones:

- 1.- Recibir depósitos de dinero a la vista
- 2.- Dar en garantía sus bienes inmuebles, muebles, valores, títulos y documentos que mantengan en sus activos, salvo que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de obligaciones a su cargo de la sociedad.
- 3.- Otorgar su aval o garantía respecto de obligaciones a cargo de un tercero
- 4.- Practicar operaciones activas de crédito, excepto préstamos y reportos sobre valores.

En el régimen de inversión de estos intermediarios no bancarios se debe contemplar que, "Por lo menos el noventa y seis por ciento de su activo total deberá estar representado por Activos Objeto de Inversión incluyendo las cuentas por cobrar derivadas de operaciones de venta de activos al contado que no les hayan sido liquidadas y los intereses devengados acumulados no cobrados sobre activos integrantes de la cartera y, hasta el cuatro por ciento de la suma del activo total, en gastos de instalación, mobiliario y equipo." (Ley de sociedades de inversión: 2001:10)

#### *3.5.2.4 Análisis de las hojas de balance*

En este apartado se analizarán las hojas de balance de las sociedades de inversión, específicamente su cuenta de activo, para comprobar si su comportamiento de inversión coincide con el postulado neoclásico, de que estas compañías fortalecerían el mercado de capitales, y generarían el crédito a largo plazo que las empresas no financieras requieren.

Como se ha destacado en este capítulo, en México, las sociedades de inversión bajo un contexto de desregulación y globalización financiera así como en la etapa de financiarización, han sido una pieza clave en el dinamismo de las instituciones financieras no bancarias dentro del mercado de valores, ya que "emiten y demandan grandes cantidades de títulos financieros." (Girón y Levy:2005:55)

De diciembre de 2000 a diciembre de 2010, los activos de las sociedades de inversión han mantenido un crecimiento constante de 17%, presentándose en el año 2001 el crecimiento más pronunciado con una tasa de crecimiento de 54%. Este mayor crecimiento responde en gran medida a que en dicho año hubo reformas a la Ley del Mercado de Valores y a la Ley de Sociedades de Inversión, las cuales eliminaron el

límite del 49% a la participación de inversión extranjera directa en las acciones representativas del capital fijo de sociedades de inversión, así como en sociedades operadoras de inversión. (Véase cuadro 4)

En los años de 2005, 2006 y 2007, las sociedades de inversión presentaron tasas de crecimiento relevantes de 24%, 33% y 18% respectivamente, en estos años se vivía la euforia en las Bolsas de valores a nivel internacional debida a la abundancia de financiamiento, incluso en el año 2007 cuando se había desatado la crisis *subprime*, el índice de precios y cotizaciones registro records históricos. Como enfatiza Guillén (2011) en la primera etapa de la crisis que abarca de agosto de 2007 a septiembre de 2008 "[El impacto de la crisis] sobre las bolsas de valores, en ese momento, fue limitado: las bolsas de los países centrales bajaron ligeramente, pero muchas bolsas de países emergentes mantuvieron todavía una tendencia alcista." (Guillén:2011:91) (Véase cuadro 4)

Esta tendencia alcista terminó en 2008, período en el cual los activos de las sociedades de inversión registraron una tasa de crecimiento negativa de 13%.Lo anterior coincide, "...con la segunda etapa de la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, la cual se caracterizó por una contracción del crédito; la crisis bancaria; la quiebra y desaparición práctica de la banca de inversión y su absorción por grandes bancos comerciales; la profundización de las tendencias deflacionarias en las economías centrales, y el inicio de la recesión generalizada, [en donde América Latina no fue la excepción]." (Guillén:2011:92) (Véase cuadro 4)

La tasa de crecimiento de las inversiones en valores de las sociedades de inversión mostró la misma tasa de crecimiento o decrecimiento que los activos totales. (Véase cuadro 4)

#### Cuadro 4

Tasa de crecimiento de los activos totales y la cartera de valores de las sociedades de inversión en México de 2000 a 2010 (%)

Período/ concepto	Activos totales	Cartera de valores
2000	0	0
2001	54	54
2002	4	4
2003	8	8
2004	4	4
2005	24	24
2006	33	33
2007	18	17
2008	-13	-13
2009	16	16
2010	27	24
Promedio	17.4	17.1
Cvar %	106.9	107.7
DE	18.5	18.4

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

Respecto a la cuenta de activos, encontramos que está integrada por dos subcuentas, que son la cartera de valores, la cual entre 2000 y 2010 ha mantenido un promedio de 99.3% con respecto a los activos totales, Esto concuerda con el postulado de Ley que resalta el hecho de que las sociedades de inversión deben tener invertido mínimo el 96% de su activo social, y los Otros activos, que ha mantenido un promedio de 0.7% en el mismo lapso de tiempo. En esta cuenta se incluye la subcuenta de caja y bancos, que se mantienen para cubrir cualquier imprevisto de liquidez y no tengan que hacer ventas forzadas de Valores Objeto de Inversión. (Véase cuadro 5)

La cartera de valores de las Sociedades de inversión está integrada por instrumentos de:

a) Renta variable, los cuales entre 2000 y 2010 mantuvieron una participación en la cartera de valores total de 11% promedio, siendo las acciones de las empresas no financieras las que dominan la captación de ahorro financiero dirigido a estos instrumentos, con un promedio de 96.5% en este lapso de tiempo (Se suman el

porcentaje de las acciones y el de las acciones de las empresas promovidas). (Véase cuadro 5)

b) Deuda, estos concentran la mayor cantidad de ahorro con 86.6% promedio en el período entre 2000 y 2010. (Véase cuadro 5)

Los instrumentos de deuda están conformados por títulos bancarios, valores gubernamentales, obligaciones y el papel privado con 20.2%, 70.7%, 0.1, 9% promedio respectivamente en el primer decenio del siglo XXI. (Véase cuadro 5)

Las sociedades de inversión, dirigen sus recursos financieros principalmente a los valores gubernamentales porque cuentan con un mercado secundario profundo garantizando su liquidez y además aseguran rendimientos por encima de la inflación con un nivel de riesgo bajo. Los valores gubernamentales preferidos por las sociedades de inversión son los Otros valores con 75.2% promedio, que por no contar con mayor información disponible no conoce su composición. Estos instrumentos son seguidos por Bonos de Protección al Ahorro (BPA'S) con 17.7% promedio de 2000 a 2010. En último lugar están los bonos de Regulación Monetaria con 7.1% promedio en el mismo lapso de tiempo. (Véase cuadro 5)

Lo anterior significa que después de invertir en otros bonos, las sociedades de inversión se han dedicado a ayudar al Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB) a refinanciar y canjear sus obligaciones de pago, otorgar liquidez a sus títulos y, mejorar los términos y condiciones de sus obligaciones financieras, además han apoyado al gobierno a controlar y regular la liquidez en el mercado de dinero y con esto facilitar la conducción de la política monetaria.

Cuadro 5

Composición de la cuenta de activo de la hoja de balance de las Sociedades de inversión  
en México de 2000 a 2010 (%)

CONCEPTO/PERIODO		Dic 2000	Dic 2001	Dic 2002	Dic 2003	Dic 2004	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	promedio	Cvar (%)	DE
<b>Activos totales</b>		<b>100</b>	<b>100,0</b>	<b>0,0</b>	0										
<b>Cartera de valores</b>		99,1	99,3	99,4	99,7	99,7	99,6	99,8	99,5	99,6	99,7	97,3	<b>99,3</b>	0,7	0,7
	<b>Instrumentos de renta variable</b>	12,2	10,3	9,7	12,3	13,3	11,1	12,0	11,3	9,0	10,1	10,8	<b>11,1</b>	11,6	1,3
	Acciones de empresas	85,9	89,7	90,1	92,8	93,5	92,2	91,2	89,1	86,4	84,8	84,0	<b>89,1</b>	3,7	3,3
	Acciones de empresas promovidas	13,9	10,1	9,8	7,2	6,4	5,4	5,0	4,1	8,3	6,8	4,9	<b>7,4</b>	39,2	2,9
	Títulos opcionales	0,2	0,2	0,0	0,0	0,1	2,4	3,8	6,7	5,3	8,4	11,1	<b>3,5</b>	113,3	3,9
	<b>Instrumentos de deuda</b>	87,7	89,7	90,2	86,7	85,2	87,0	85,9	85,8	89,0	86,2	78,9	<b>86,6</b>	3,5	3,0
	Títulos bancarios	36,7	26,9	17,2	11,9	23,0	21,9	18,8	17,5	16,4	14,5	17,6	<b>20,2</b>	33,8	6,8
	Valores gubernamentales	55,6	68,3	76,7	78,0	64,9	68,4	70,5	70,2	72,7	77,2	75,5	<b>70,7</b>	9,3	6,6
	Bonos de Reg. Monetaria(BREM's)	0,0	10,0	13,0	10,3	18,4	14,7	2,9	1,5	0,0	0,0	0,0	<b>6,4</b>	108,0	7,0
	Bonos de Protección al Ahorro(BPA's)	0,0	6,2	13,8	15,9	15,0	14,8	21,6	23,8	20,8	21,6	23,1	<b>16,1</b>	46,4	7,5
	Otros valores gubernamentales	0,0	83,7	73,1	73,7	66,6	70,5	75,5	74,7	79,2	78,4	76,9	<b>68,4</b>	33,8	23,1
	Obligaciones	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>0,1</b>	145,7	0,1
	Papel privado	7,4	4,7	6,0	10,0	12,0	9,6	10,6	12,3	10,8	8,3	6,9	<b>9,0</b>	27,9	2,5

Continuación Cuadro 5

Composición de la cuenta de activo de la hoja de balance de las Sociedades de inversión en México de 2000 a 2010 (%)

CONCEPTO/PERIODO		Dic 2000	Dic 2001	Dic 2002	Dic 2003	Dic 2004	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	promedio	Cvar (%)	DE
	<i>Acciones de sociedades de inversión</i>	0,0	0,0	0,0	1,0	1,5	1,9	2,1	2,9	2,0	3,8	10,3	<b>2,3</b>	125,1	2,9
<b>Otros activos</b>		0,9	0,7	0,6	0,3	0,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	2,7	<b>0,7</b>	104,7	0,7

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

Con base en el anterior análisis de la cuenta de valores de las hojas de balance de las sociedades de inversión comprobamos que éstas no han fortalecido el mercado de capitales, porque es mínima la cantidad de ahorro financiero que canalizan a las empresas no financieras a través de la compra de acciones.

Por tanto, el negocio de las sociedades de inversión bajo el contexto de financiarización ha sido invertir los ahorros financieros que captan del público inversionista en valores gubernamentales porque estos les generan ganancias importantes con bajo riesgo. Esta conclusión se sustenta al verificar la tendencia alcista promedio de 17% que muestra el capital ganado por las sociedades de inversión y teniendo en cuenta que sus inversiones se canalizan mayormente al mercado de deuda del sector gubernamental. Los años de 2002 y 2008 son los únicos en los que estos intermediarios presentan pérdidas. Las pérdidas de 2008 se atribuyen a la recesión generalizada por la crisis de Estados Unidos. (Véase cuadro 6)

**Cuadro 6**  
Tasa de crecimiento del capital contable de las sociedades de inversión  
de México de 2000-2010 (%)

Período/Concepto	Capital contable	Capital contribuido	Capital ganado
2000	0	0	0
2001	54,3	30,4	104,2
2002	3,8	14,0	-9,9
2003	7,4	2,8	15,4
2004	3,9	1,8	7
2005	24,4	32,1	13,4
2006	13,1	37	21,4
2007	18,6	22,1	11,8
2008	-13,1	-18	-3
2009	15,9	23,7	2,4
2010	27,1	34,4	11,7
Promedio	15,8	16,4	15,8
Cvar %	116,3	107,9	193,5
DE	18,3	17,7	30,7

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

### 3.5.3 Compañías de Seguros

Las compañías de seguros son empresas "cuya función principal es ofrecer seguros de vida y otros. Invierten sus reservas en activos financieros de diversa índole, de acuerdo a las regulaciones existentes." (Correa:2004:272)

#### 3.5.3.2 Antecedentes

En México, las compañías de seguros son más antiguas que las sociedades de inversión y que las Sociedades de inversión especializadas en fondos de ahorro para el retiro (Siefores).

Los antecedentes formales de las compañías de seguro en México se remontan al año de 1892, promulgándose en este año la primera ley que rige a las compañías de seguros mexicanas y extranjeras existentes.

En 1935 el entonces presidente de México, Lázaro Cárdenas promulgó la Ley General de las Instituciones y Sociedades mutualistas de seguros.

En 1990 se realizan reformas a la Ley General de las Instituciones Mutualistas de seguros en la cual se establece que "La comisión Nacional Bancaria y de Seguros [la cual nace en 1970], se divide en: Comisión Nacional de Seguros y fianzas y Comisión Nacional Bancaria; o sea... la Comisión Nacional de Seguros readquiere su propia personalidad agregándose Fianzas, actividad que aunque no se había mencionado explícitamente ya se entendía; de esta manera, aun dependiendo de las Secretaria de Hacienda y Crédito Público, el desarrollo del Organismo Oficial fue independiente del bancario, siguiendo con los contratos financieros propios de la actividad aseguradora." (Mizoni:2009:24)

En ese mismo año se establecieron otros cambios en a dicha Ley, en uno de ellos se autorizó a las compañías de seguros realizar operaciones de re-afianzamiento, y se establecieron el capital mínimo pagado que debe tener una compañía de seguros.

En 1990, a raíz de la privatización de los bancos, se impulsó la integración de grupos financieros, lo cual aumento la presencia de una compañía de seguros en el sistema bancario, lo que "...originó una nueva forma de vender seguros a través de instituciones bancarias, misma que se denominó Banca-Seguro todavía en vigor." (Mizoni:2009:25)

En 1994, con la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), se dio un cambio en las actividades económico-financieras afectando el comportamiento de las compañías de seguros, porque; "Conforme al Tratado, los proveedores de servicios financieros de un país miembro del TLC podrán establecerse en otro de los países signatarios para realizar operaciones de banca, seguros, valores y otro tipo de

servicios que el país anfitrión determine sean de naturaleza financiera. Cada país permitirá [a] sus residentes adquirir servicios financieros en territorio de otro país y no podrá imponer restricciones a las operaciones transfronterizas en algún sector financiero.” (Mizoni:20009:30)

Bajo este contexto, el TLCAN adelantó la entrada de inversión extranjera a raíz de la crisis de finales de 1994.

El sector asegurador en el año 1995 amplió su mercado porque con la privatización de los fondos de pensiones se crearon empresas aseguradoras especializadas en pensiones, en los cuales se incluye las jubilaciones por invalidez, vida y riesgo de trabajo.

En 1997 se amplió aún más el negocio asegurador debido a que se integraron los seguros por terremotos, riesgos catastróficos y de salud.

En enero de 2002 nuevamente, se modificó la Ley de estas instituciones, con el fin de homologar la regulación de dicho sector con la de otros intermediarios financieros y adecuándose a la supervisión y regulación que marcan los estándares internacionales.

Bajo estas modificaciones de ley, las funciones que se le asignaron a las compañías de seguros son los siguientes:

- 1) Promover el ahorro interno
- 2) Ofrecer protección a sus asegurados
- c) Robustecer el mercado de capitales

#### *3.5.3.3 Regulación*

Las compañías de seguros pueden invertir sus reservas técnicas en:

- a) Acciones
- b) Valores extranjeros
- c) Pueden tener participación en bienes raíces y usar instrumentos derivados.
- d) Valores gubernamentales.

La Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros creada en 1935 y modificada en el año de 2006, establece que las compañías de seguros sólo podrán desempeñar las siguientes funciones: “i) “Practicar las operaciones de seguros, reaseguros y re-afianzamiento; ii) Administrar las sumas que por concepto de dividendo o indemnizaciones

les confíen los asegurados o sus beneficiarios; iii) Actuar como institución fiduciaria en negocios directamente vinculados con las actividades que les son propias; iv) Constituir depósitos en instituciones de crédito y en bancos del extranjero; v) Recibir títulos en descuento y redescuento a instituciones de crédito, organizaciones auxiliares del crédito y sociedades financieras de objeto múltiple, así como a fondos permanentes de fomento económico destinados en fideicomisos por el gobierno federal en instituciones de crédito; vi) Otorgar préstamos o créditos;"

#### *3.5.3.4 Análisis de las hojas de balance de 2000 a 2010*

Bajo el contexto de financiarización, las compañías de seguros forman parte de las instituciones financieras no bancarias en México que ayudarían a promover el fortalecimiento del mercado de capitales, a través de la inversión de sus reservas técnicas en dicho espacio de intermediación.

Para corroborar si éstas han fomentado el fortalecimiento del mercado de capitales, nos centraremos en analizar la composición su cartera de inversión en valores de la cuenta de activo de sus hojas de balance.

De diciembre de 2000 a diciembre de 2010, la cuenta de activo de las compañías de seguros estuvo conformada por disponibilidades con 0.7% promedio, ésta subcuenta incluye el flujo de efectivo de caja y bancos que sirven para solventar las obligaciones imprevistas, seguida por las inversiones en valores con 63.9%; préstamos y créditos con 1.7%; deudores diversos con 15.3%; inversiones inmobiliarias con 3.5%; inversiones para obligaciones laborales al retiro con 1.4%; reaseguradores y reafianzadores con 9.7% y otro recursos con 3.7% todos estos son promedios. (Véase cuadro 7)

Cuadro 7

Composición de la cuenta de activo de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010 (%)

CONCEPTO/PERIODO	Dic2000	Dic2001	Dic2002	Dic2003	Dic2004	Dic2005	Dic2006	Dic2007	Dic2008	Dic2009	Dic2010	Promedio	Cvar (%)	DE
<b>Activos totales</b>	<b>100,0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>											
<i>I. Disponibilidades</i>	0,5	0,9	1,0	1,2	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,8	<b>0,7</b>	38,6	0,3
<i>II. Inversiones en valores</i>	53,0	56,1	57,7	62,0	66,8	63,5	69,6	70,3	67,6	67,5	68,8	<b>63,9</b>	9,3	6,0
<i>III. Préstamos y créditos</i>	1,7	1,5	1,7	1,6	1,5	1,4	1,6	1,5	1,7	2,3	2,7	<b>1,7</b>	23,3	0,4
<i>IV. Deudores diversos</i>	19,0	19,2	18,5	17,9	15,9	14,7	13,7	13,4	12,1	12,7	11,8	<b>15,4</b>	18,6	2,9
<i>VI. Inversiones inmobiliarias</i>	6,5	5,5	4,6	4,1	3,3	3,2	2,8	2,7	2,3	2,1	2,1	<b>3,5</b>	41,1	1,5
<i>VII. Invers. para oblig. lab. al retiro</i>	2,3	2,5	2,0	1,7	1,4	1,3	1,3	0,9	0,8	0,7	0,7	<b>1,4</b>	44,4	0,6
<i>VIII. Reaseguradores y reafianzadores</i>	12,2	9,5	10,3	8,1	7,3	12,2	7,6	7,9	11,4	10,4	9,6	<b>9,7</b>	18,5	1,8
<i>IX. Otros recursos</i>	4,7	4,9	4,3	3,4	3,2	3,0	3,0	2,8	3,6	3,8	3,4	<b>3,7</b>	19,3	0,7

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

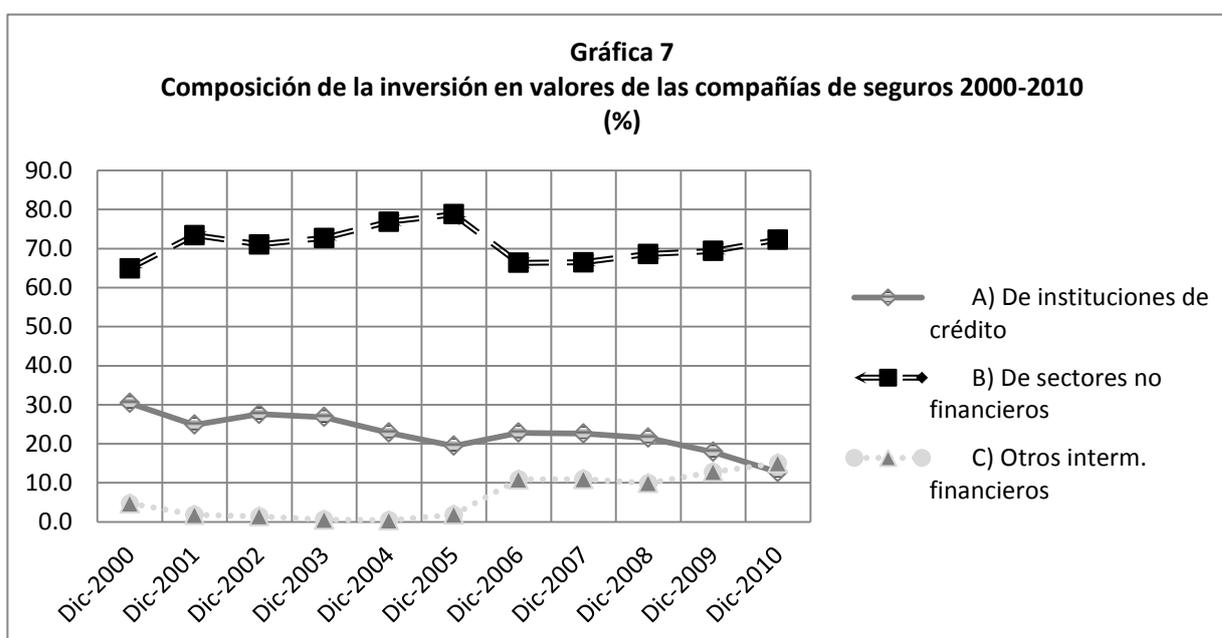
Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

La cuenta de inversiones en valores está compuesta por los valores de instituciones de crédito, valores emitidos por otros intermediarios y por valores de sectores no financieros. (Véase gráfica 7)

Como se resalta en la gráfica 7, los valores de los sectores no financieros son lo que mayor recursos financieros atrajeron con un promedio de 70%, en el segundo lugar y con una tendencia a la baja se encontraron los instrumentos de sectores financieros, lo cuales descendieron de 30% a 13% del total de la cartera de inversión. Un aspecto a enfatizar, es el hecho de que los valores de otros intermediarios financieros de 2005 y hasta 2010 mostraron una tendencia alcista importante pasando de menos de 3% a 15%, incluso en 2010 desplazaron del segundo lugar a los valores de instituciones de crédito. Esto significa que las compañías de seguros han financiado a sectores ajenos al bancario.



FUENTE: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano. Estadísticas de financiamiento e información de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor (índice general)  
Índice base segunda quincena de diciembre de 2010 (2° quincena de 2010=100%)

En los valores del sector no financiero que las compañías de seguros invierten, destacan dos tipos de instrumentos que son los gubernamentales y los privados. Los primeros aparte de presentar una tendencia alcista, han sido los que entre el año 2000 y 2010 han atraído en mayor proporción los recursos de estas compañías, porque en este lapso de tiempo pasaron de 59.8% a 82.1% del total de las inversiones en valores del sector no financiero (Véase cuadro 8)

Los valores privados, en contraste con lo ocurrido con los gubernamentales, han presentando una caída constante ubicándose en 2010 en 17.9% comparados con el 40.3% que llegaron a representar en el año 2000 dentro de la cartera de valores del sector no financiero. Esta caída en los valores privados se debe sobre todo a la creación de los bonos UMS (United Mexican State), los cuales protegen a las compañías de seguros de cualquier variación en el tipo de cambio. Estos bonos a parte de pagar sus rendimientos trimestral o semestralmente también gozan de un amplio mercado secundario porque son muy demandados por los inversionistas extranjeros, a diferencia de los valores privados como las acciones que son lo que más han caído (33.8 por ciento) las cuales tienen un mayor riesgo y su rendimiento es pagado en el lapso de un año y dependen de la situación económica de la empresa emisora. Adicionalmente, en caso de una devaluación los tenedores de estos títulos pueden incurrir en una pérdida financiera, porque el poder adquisitivo de su dinero invertido disminuya. (Véase cuadro 8)

Un aspecto a resaltar es el hecho que en la composición de los valores gubernamentales se ha presentado un cambio de importante. Los BONDES (Bonos de Desarrollo) y los UDIBONOS (Bonos de Desarrollo en Unidades de Inversión) han sido desplazados desde el año 2004 por los bonos de tasa fija a 10 años, los cuales del año 2002 al 2010 han crecido 24%, al pasar de 1.5% a 25.5% en éste lapso. Este cambio en la composición reflejó variaciones en la preferencia de valores gubernamentales porque los bonos de tasa fija de 10 años pagan rendimientos, al igual que los BONDES y los UDIBONOS cada 182 días de acuerdo a la tasa fijada por el Banco de México, pero los bonos de tasa fija a 10 años tienen la cualidad de servir como colateral al solicitar un préstamo, y cabe recordar que las compañías de seguros son agentes que pueden solicitar créditos en contraste con las Siefores y las sociedades de inversión. (Véase cuadro 8)

Cuadro 8

Composición de los valores no financieros en tenencia de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010

(%)

<b>CONCEPTO/PERIODO</b>	<b>Dic-2000</b>	<b>Dic-2001</b>	<b>Dic-2002</b>	<b>Dic-2003</b>	<b>Dic-2004</b>	<b>Dic-2005</b>	<b>Dic-2006</b>	<b>Dic-2007</b>	<b>Dic-2008</b>	<b>Dic-2009</b>	<b>Dic-2010</b>	<b>Promedio</b>	<b>Cvar (%)</b>	<b>DE</b>
<b>1) Gubernamentales</b>	<b>59,8</b>	<b>67,4</b>	<b>65,7</b>	<b>76,3</b>	<b>80,2</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>78,5</b>	<b>80,9</b>	<b>82</b>	<b>82,1</b>	<b>76,1</b>	<b>0</b>	<b>8</b>
CETES	24	18,6	20,3	22,1	29,8	25,5	26	19,4	22	19,7	21,1	22,6	15,1	3,4
BONDES	29,4	11,8	9,4	6,2	5,0	2,7	3,3	4	2,9	1,9	2,3	7,2	111,7	8
UDIBONOS	20,3	16,1	17,3	11,6	5,6	3,9	4,3	5,2	6,3	7	7,6	9,6	60,8	5,8
Bonos de protec. al ahorro (BPAS)	2,4	6,5	12,6	9,8	7,2	6,7	5,2	3,2	4,8	5	4,2	6,1	48,1	3,0
BONOS tasa fija, 3 años	0,8	4,9	7,1	7,7	5,4	4,6	0	0	0	0	0	2,8	114,4	3,2
BONOS tasa fija, 5 años	0,7	3,9	6,5	3,6	4,9	2,8	1,7	1,5	0,7	0	0	2,4	88,6	2,1
BONOS tasa fija, 10 años	0	0	1,5	3,9	7,8	16,4	19,3	25,4	21,1	25,2	25,5	13,3	80,8	10,7
Pagaré de indem.carretero (PICS)	18,4	20,8	5,1	11,2	10,2	9,6	8,7	5,4	4,3	4,2	3,7	9,2	62,8	5,8
U M S	0,3	14,3	17,2	16,5	17	19,8	22,3	29,1	33,0	31,6	30,1	21	45,9	9,6
Otros	3,6	3,2	2,9	7,4	7,2	8,1	9,2	6,8	5,0	5,4	5,4	5,8	35,6	2,1

Continuación del cuadro 8

Composición de los valores no financieros en tenencia de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010

(%)

CONCEPTO/PERIODO	Dic-2000	Dic-2001	Dic-2002	Dic-2003	Dic-2004	Dic-2005	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2008	Dic-2009	Dic-2010	Promedio	Cvar (%)	DE
<b>2) Privados</b>	<b>40,2</b>	<b>32,6</b>	<b>34,3</b>	<b>23,7</b>	<b>19,8</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>21,5</b>	<b>19,1</b>	<b>18</b>	<b>17,9</b>	<b>23,9</b>	<b>33,3</b>	<b>8</b>
<i>Acciones</i>	<i>49,3</i>	<i>51,1</i>	<i>34,8</i>	<i>18,1</i>	<i>14,6</i>	<i>13,9</i>	<i>21,0</i>	<i>16,9</i>	<i>14,3</i>	<i>17,1</i>	<i>15,5</i>	<i>24,2</i>	<i>58,2</i>	<i>14,1</i>
<i>Obligaciones</i>	<i>0,7</i>	<i>1,4</i>	<i>1,1</i>	<i>2,0</i>	<i>5,1</i>	<i>0,8</i>	<i>0,1</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>1,1</i>	<i>139,8</i>	<i>1,5</i>
<i>Pagaré medio plazo</i>	<i>6,2</i>	<i>43,4</i>	<i>49,9</i>	<i>106,7</i>	<i>70,0</i>	<i>45,4</i>	<i>7,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>30,0</i>	<i>119,8</i>	<i>35,9</i>
<i>Papel comercial</i>	<i>9,0</i>	<i>3,1</i>	<i>1,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>3,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>1,7</i>	<i>159,8</i>	<i>2,7</i>
<b>Otros</b>	<b>37,8</b>	<b>22,3</b>	<b>45,2</b>	<b>60,0</b>	<b>69,6</b>	<b>75,6</b>	<b>76,7</b>	<b>82,9</b>	<b>85,7</b>	<b>82,6</b>	<b>84,2</b>	<b>65,7</b>	<b>32,9</b>	<b>21,6</b>

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección Sistema Financiero Mexicano, estadísticas financiamiento e información financiera de intermediarios financieros.

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor.

Índice base segunda quincena de diciembre de 2012 (2° QUINCENA DE 2010=100%)

\*DE= Desviación estándar

\*\*Cvar= Coeficiente de variación (Desviación estándar/ promedio)

Por otro lado, las inversiones de estas compañías en instituciones de crédito en el período de 2000 a 2010 han sido dominadas por los valores que emite la banca de desarrollo, porque de captar en el 2000 el 59.8% de los recursos de esta cuenta para 2010 atrajeron el 70%. (Véase cuadro 9)

El segundo lugar, a pesar de presentar una tendencia a la baja, lo mantuvieron los valores emitidos por la banca comercial al ubicarse en 2010 en 30%. El tercer lugar, hasta el año 2008, lo mantuvo el Banco de México con los Bonos de Regulación Monetaria, los cuales en este año solo el 0.1% del total de los valores bancarios eran captados por estos instrumentos financieros. Por tanto, a partir de 2009 las compañías de seguros solo invertían sus recursos en la banca de desarrollo y en la comercial. (Véase cuadro 9)

En las empresas aseguradoras está muy marcada su inclinación a mantener la mayor cantidad de sus inversiones en instituciones de crédito que este respaldadas por el Gobierno Federal porque, a pesar de que la banca comercial y el banco de desarrollo emiten 4 instrumentos financieros iguales (como las aceptaciones bancarias, bonos bancarios de desarrollo, certificados de depósito, certificados de participación y pagarés con rendimiento), estos 4 bonos amparados por la banca de desarrollo equivalen en el año 2010 el 70% del total de valores emitidos por instituciones de crédito, mientras estos mismos valores pero respaldados por la banca comercial equivalen únicamente el 34.4% del total de valores emitidos por instituciones de crédito en ese mismo año. (Véase cuadro 9)

Lo anterior, confirma que las compañías de seguros prefieren invertir en activos financieros de menor riesgo posible y que otorguen un rendimiento por arriba de la inflación. Esta afirmación se puede comprobar debido que al revisar la cuenta de valores de instituciones de crédito, las compañías de seguro han mantenido en promedio de 2000 a 2010 el 28.6% de sus inversiones en depósitos a plazo fijos dentro de la banca comercial, los cuales otorgan un rendimiento fijo sin riesgo. (Véase cuadro 9)

Cuadro 9

Composición de los valores de las instituciones de crédito en poder de las compañías de seguros en México de 2000 a 2010 (%)

CONCEPTO/PERIODO	Dic-2000	Dic-2001	Dic-2002	Dic-2003	Dic-2004	Dic-2005	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2008	Dic-2009	Dic-2010	Promedio	Cvar (%)	DE
<b>1) Banco de México</b>	1	6,4	17,3	10,4	13,4	7,8	0,8	0,1	0	0	0	5,7	0	6,3
<i>Bonos de regulación mon. (BREMS)</i>	100	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100	0,0	0,0	0,0	72,7	64,2	46,7
<b>2) Banca comercial</b>	39,3	41,9	39,9	48,0	43,2	33,1	21,7	22,2	27,4	31,5	30,0	34,4	25,4	8,7
<i>Acciones bancarias</i>	0,2	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	1,3	0,7	0,4	0,7	1,0	0,5	84,8	0,4
<i>Aceptaciones bancarias</i>	8,5	4,2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,2	237,2	2,7
<i>Bonos bancarios de desarrollo</i>	0,5	3,6	1,7	2,1	1,6	1,6	1,3	9,9	7,8	11,3	16,5	5,3	100,7	5,3
<i>Certificados de depósito</i>	18,9	27,6	28,2	18,2	21,2	7,9	41,2	29,3	22,2	19,3	16,9	22,8	37,8	8,6
<i>Certificados de participación</i>	4,9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,4	331,7	1,5
<i>Depósitos a plazo</i>	29,3	32,5	19,3	14,5	20,5	44,5	17,1	32,9	36,0	31,8	36,3	28,6	33,0	9,5
<i>Pagaré con rendimiento</i>	30,2	31,9	50,6	56,7	42,9	45,6	20,8	18,0	20,3	6,9	7,9	30,1	56,5	17,0
<i>Obligaciones quirografarias</i>	2,3	0	0	0	13,6	0	0	0	0	0	0	1,4	282,2	4,1
<i>Obligaciones subordinadas</i>	0,0	0	0	0	0	0	0,7	1,1	1,0	4,7	6,8	1,3	176,4	2,3
<i>Otros</i>	0,1	0	0	8,4	0	0,2	17,5	8,2	12,3	25,4	14,6	7,9	111,4	8,8
<b>3) Banca de desarrollo</b>	59,8	51,8	42,8	41,6	43,3	59,1	77,5	77,7	72,6	68,5	70	60,4	23,0	13,9
<i>Aceptaciones bancarias</i>	25,7	30,0	9,2	8	6,3	5,6	2,6	2,3	2,3	2,5	2,6	8,8	110,4	9,8
<i>Bonos bancarios de desarrollo</i>	20	17,3	14,3	11,3	6,8	1,6	1,5	1,9	3,5	3,3	3,7	7,7	87,9	6,8
<i>Certificados de depósito</i>	4,2	6,7	12,5	18	18,5	25,2	41,2	32,3	29,3	34,7	38,5	23,7	53,4	12,7
<i>Certificados de participación</i>	0	0	0	0	0	5	2,1	3,5	3,1	6	8,9	2,6	117,1	3,0
<i>Pagaré con rendimiento</i>	50	46,1	64	62,7	68,4	62,6	52,6	60,1	61,8	53,5	46,3	57,1	13,4	7,7

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México sección sistema financiero e información financiera de intermediarios financieros

Las cifras están deflactadas con el índice de precios al consumidor. Índice base segunda quincena de diciembre de 2010.

\*DE= Desviación estándar. \*\*Cvar= Coeficiente de variación (desviación estándar/promedio).

Por tanto, se puede concluir esta sección enfatizando que las compañías de seguros bajo un contexto de financiarización no han alentado el crecimiento del mercado de capitales sino que han disminuido su participación en éste. Lo anterior, por el gran riesgo que corren al comprar acciones y en cambio han optado por invertir en el mercado de deuda sobre todo en valores gubernamentales, los cuales no tienen relación alguna con la actividad productiva, pero si les aseguran una capitalización de sus inversiones por arriba de la inflación, un mercado secundario amplio con gran cantidad de oferentes y demandantes, además sirven como colaterales para pedir préstamos y, especialmente brindan protección ante devaluaciones, evitando pérdidas cambiarias.

### ***3.6 Relación de las Siefores, sociedades de inversión y compañías de seguros con el mercado de valores mexicano.***

El objetivo de este apartado es mostrar la relación que mantuvieron las Siefores, sociedades de inversión y compañías de seguros con el mercado de valores. Lo anterior, con el fin de conocer la participación que ejerció la cartera de inversión de cada uno de los llamados inversionistas institucionales mexicanos dentro de la Bolsa Mexicana de Valores.

La hipótesis de esta sección es que la participación de estos en la Bolsa de Valores sigue siendo baja.

#### ***3.6.1 Relación de las Siefores con el Mercado de Valores***

De acuerdo al análisis de las hojas de balance de la sección anterior se observó, que las Siefores son compañías que invierten los ahorros de los trabajadores principalmente en instrumentos de deuda, siendo los valores gubernamentales los que ocupan el primer lugar en la preferencia de estos.

Tomando en cuenta la cartera de valores de las Siefores y el monto total operado en el mercado de valores, la relación de estas compañías con la Bolsa Mexicana de Valores es baja, ya que en promedio ha mantenido 0.9% de participación en el mercado de valores mexicano de acuerdo a su cartera de inversión.

Se debe resaltar de que a pesar que su participación es baja dentro de la Bolsa Mexicana de Valores, esta ha mostrado una tendencia alcista ya que de ubicarse en 0.4% en el año 2000 para el 2010 se ubico en 1.3%. (Véase gráfica 8)

La participación de las Siefores en el mercado de dinero, de acuerdo al monto operado en la Bolsa durante cada año de 2000 a 2010, han mantenido una participación promedio de 0.8%, presentándose en el año 2009 el mayor nivel de participación en con 1.6%. (Véase gráfica 8)

La participación de las Siefores dentro del mercado accionario, como se vio en la sección anterior, cuando se analizaron sus hojas de balance, ha estado limitada por la ley, sobre todo se puede destacar que la relación de las Siefores con el mercado accionario mexicano desde el año 2000 y hasta 2004 fue nula, eso significó que la cartera de valores de estas instituciones estaba altamente concentrada en instrumentos de deuda. Sin embargo, entre 2005 y 2010 la participación de estas en el mercado accionario mostró una tendencia ascendente desplazándose de 1.4% en 2005 a 9.8% en 2010. (Véase gráfico 8) Lo anterior coincide con las modificaciones de ley que se le hicieron a los regímenes de inversión de las Siefores.

De acuerdo a los anuarios de la Bolsa Mexicana de Valores (2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010), debido a la mayor libertad que tienen las Siefores para operar con acciones es que aumento el volumen de las operaciones del mercado accionario, pasando de 26,664,841,000 acciones negociadas en 2005 a 70,020,747,000 en 2010.



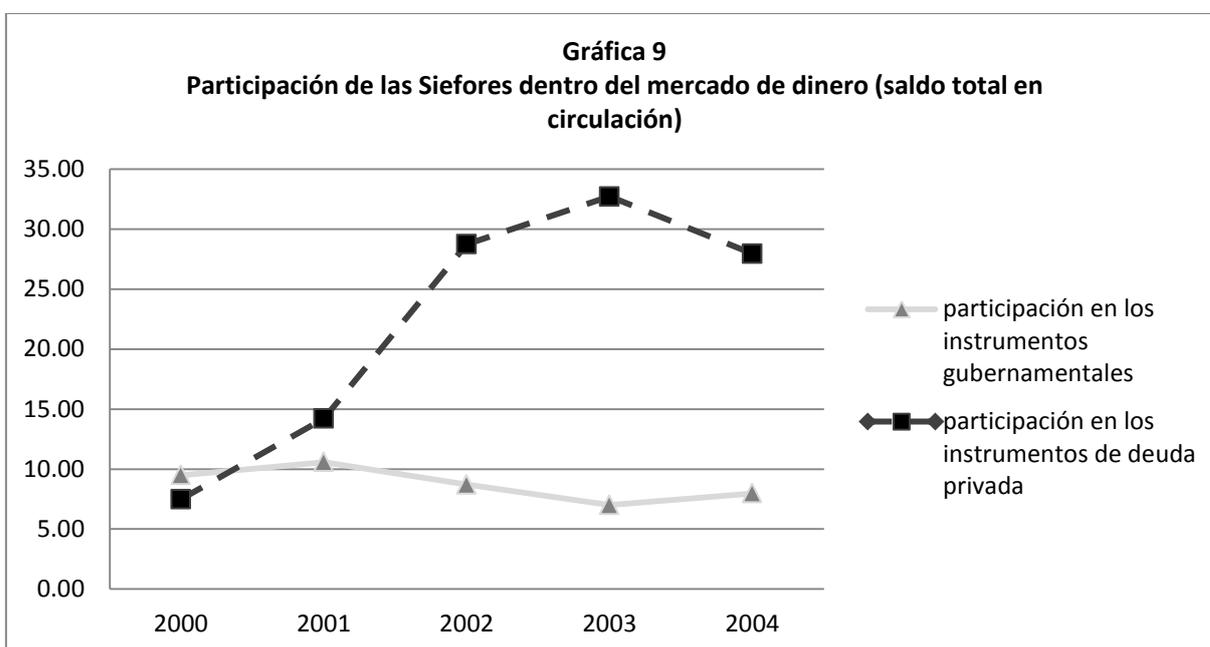
Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el monto operado durante cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión

Otra forma de medir la relación de las Siefores con el mercado de deuda mexicano, es tomando en cuenta los saldos totales en circulación por año que reporta la Bolsa Mexicana de Valores y compararlo con las tenencias de los instrumentos de deuda que poseen a diciembre de cada año.

Con base en la evolución de los saldos en circulación de los instrumentos de deuda gubernamentales y privados, las Siefores entre 2000 y 2004 mantuvieron un promedio de 8.8% del total de los valores gubernamentales en circulación dentro de la Bolsa mexicana de Valores, pero mostraron una tendencia hacia la baja, porque en 2000 poseían 9.5% del total de los valores gubernamentales mientras que para 2004 tenían 8%. (Véase gráfica 9)

En los instrumentos de deuda privada las Siefores tuvieron una tendencia alcista ya que pasaron de tener 7.5% del total de estos instrumentos en circulación dentro de la Bolsa Mexicana de Valores en el año 2000 a 28% en el año 2004 (sólo se hace hasta el año 2004 está comparación por la disponibilidad de datos). (Véase gráfica 9)



Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el saldo de los instrumentos del mercado de dinero en circulación a diciembre de cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión

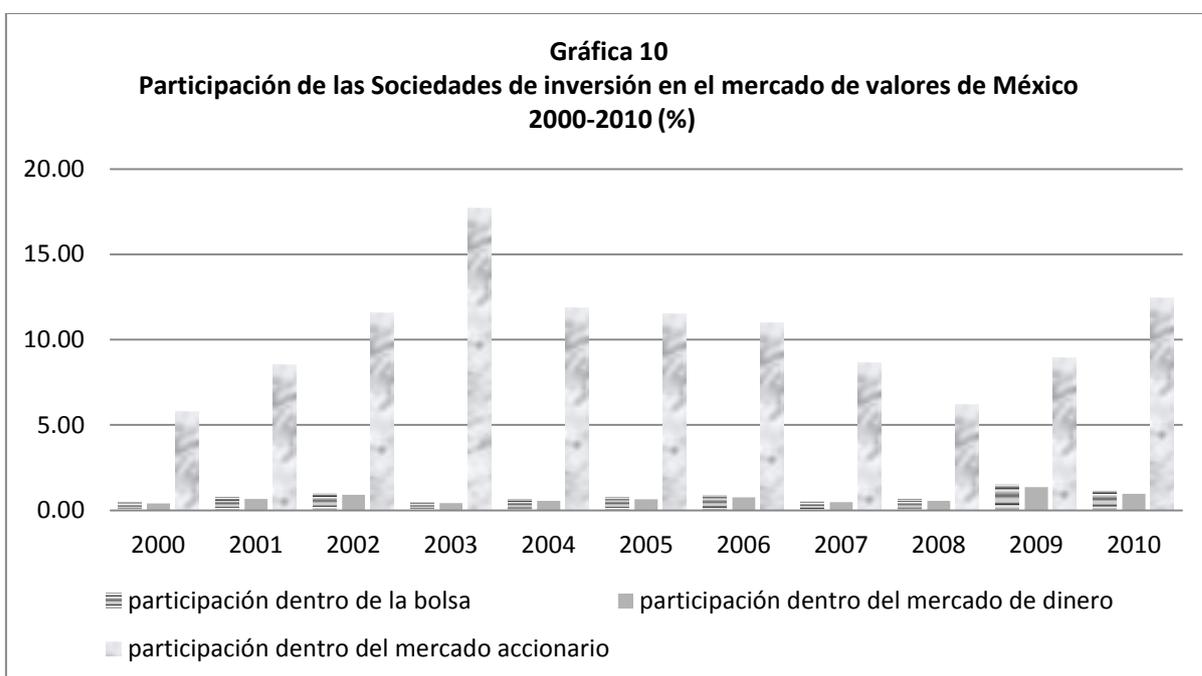
Concretamente, este aumento en la participación de los instrumentos de deuda privada, a partir del año 2001, se debió a que las Siefores comenzaron a invertir un porcentaje considerable de los recursos de su cartera de valores privados en certificados bursátiles privados (Véase el cuadro 3).

### 3.6.2 Relación de las Sociedades de inversión con el mercado de Valores

Siguiendo el mismo procedimiento que en la sección anterior, se observa que las sociedades de inversión tuvieron una participación promedio de 0.8% dentro del mercado de valores de acuerdo al valor de su cartera de inversión, destacándose que al igual que las Siefores han mostrado una tendencia alcista, pasando de 0.5% de participación dentro de la Bolsa mexicana de Valores en 2000 a 1.2% en 2010. (Véase gráfica 10)

La presencia de las sociedades de inversión dentro del mercado de dinero fue en promedio de 0.7% en el período que abarca de 2000 a 2010, mostrando un crecimiento de 0.6% en este lapso de tiempo, porque de ubicarse en 0.4% en el año 2000 para el 2010 se situó 1%. (Véase gráfica 10)

La relación de estas sociedades con el mercado accionario ha mostrado una tendencia alcista ya que crecieron en este período cerca de 7%, debido a que en el 2000 mantenían el 5.8% de acciones en el mercado total y en el año 2010 el 12.4%. Durante este período, el año con menor participación en el mercado de acciones fue el de 2008, debido a la crisis de las hipotecas *Subprime* de Estados Unidos. (Véase gráfica 10)



Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

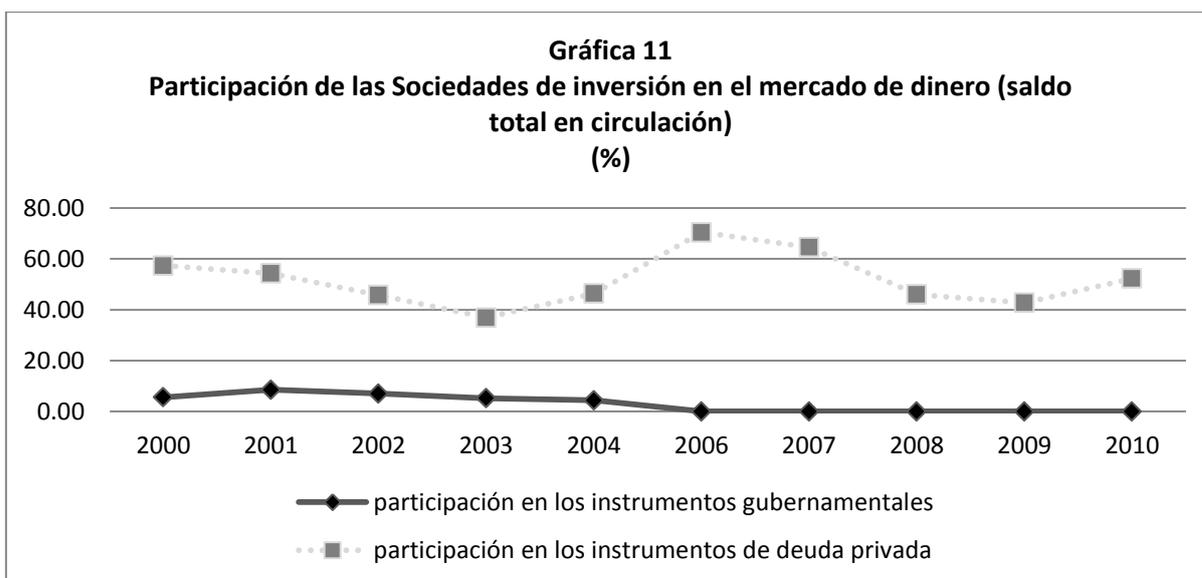
\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el monto operado durante cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión

La relación de las Sociedades de inversión con el mercado de dinero se da por medio de los instrumentos gubernamentales y privados que éstas mantienen en su cartera de inversión.

De acuerdo con su cartera de inversión entre 2000 y 2004 las sociedades de inversión mantuvieron en promedio el 6.2% de los valores gubernamentales en circulación al final de cada año. En contraste tuvieron en ese mismo tiempo una participación promedio del 48.2% en el total de los instrumentos de deuda privada en circulación al término de cada año. (Véase gráfica 11)

Entre el año 2006 y 2010 la participación de las sociedades de inversión en el monto en circulación de la deuda privada, de acuerdo al anuario publicado por la Bolsa Mexicana de Valores, tuvo una tendencia hacia la baja ya que de ubicarse en 70.4% en 2006, en 2010 se ubicó en 52.3%. (Véase gráfica 11)

Por falta de datos, la participación de las sociedades de inversión en el monto en circulación de la deuda pública, no se puede conocer con veracidad a partir del año 2005.



Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el saldo de los instrumentos del mercado de dinero en circulación a diciembre de cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión.

### **3.6.3 Relación de las compañías de seguros con el mercado de valores**

Como se mostró en el apartado 3.5 cuando se analizó la hoja de balance de las compañías de seguros se resaltó que estas empresas invierten sus reservas técnicas en instrumentos financieros, los cuales son vendidos y comprados en el mercado de valores.

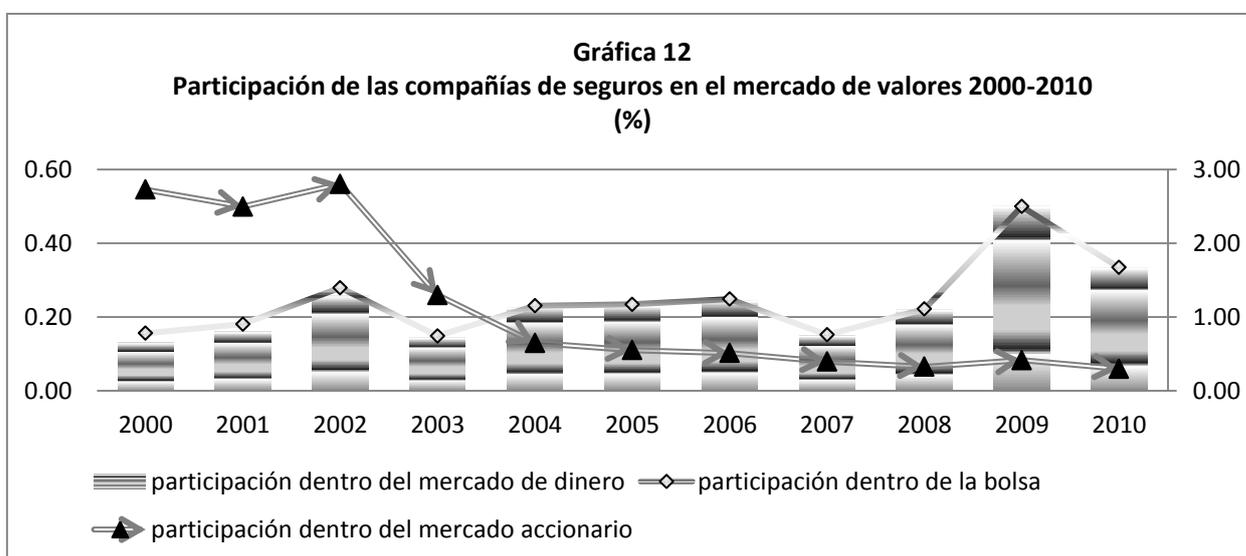
De acuerdo a la cartera de valores de estas compañías, su relación con el mercado de valores es baja, porque del monto total operado en el mercado de valores del año 2000 al 2010 las compañías de seguros mantuvieron una participación promedio de 0.2%, presentándose en el año 2009 la máxima participación de estas compañías dentro de la Bolsa mexicana de Valores con 0.5%. (Véase gráfica12)

La participación de los instrumentos de deuda que poseen las compañías de seguros dentro del mercado de valores ha oscilado en el primero decenio del siglo XXI en 0.2%, siendo el año

2009 el de mayor participación con 0.5% de acuerdo con el monto operado cada año dentro del mercado de dinero de la Bolsa Mexicana de Valores.

La tendencia en la participación de las compañías de seguros dentro del mercado accionario mostro una tendencia hacia la baja desde el año 2000 hasta el 2010, año en el cual se colocó en 0.3% de participación. (Véase gráfica 12)

Esto resalta el hecho de que en este período se comenzaron a comercializar una mayor cantidad de acciones ya que de acuerdo al boletín anual de la Bolsa Mexicana de Valores del año 2010, en ese año se comercializaron 70, 020, 747, 000 acciones mientras que en el año 2000 de acuerdo al anuario de la Bolsa Mexicana de Valores solo se comercializaron 22, 308, 133, 000 acciones, eso significa que en ese lapso de tiempo casi se cuadruplico el comercio en el mercado accionario mexicano.

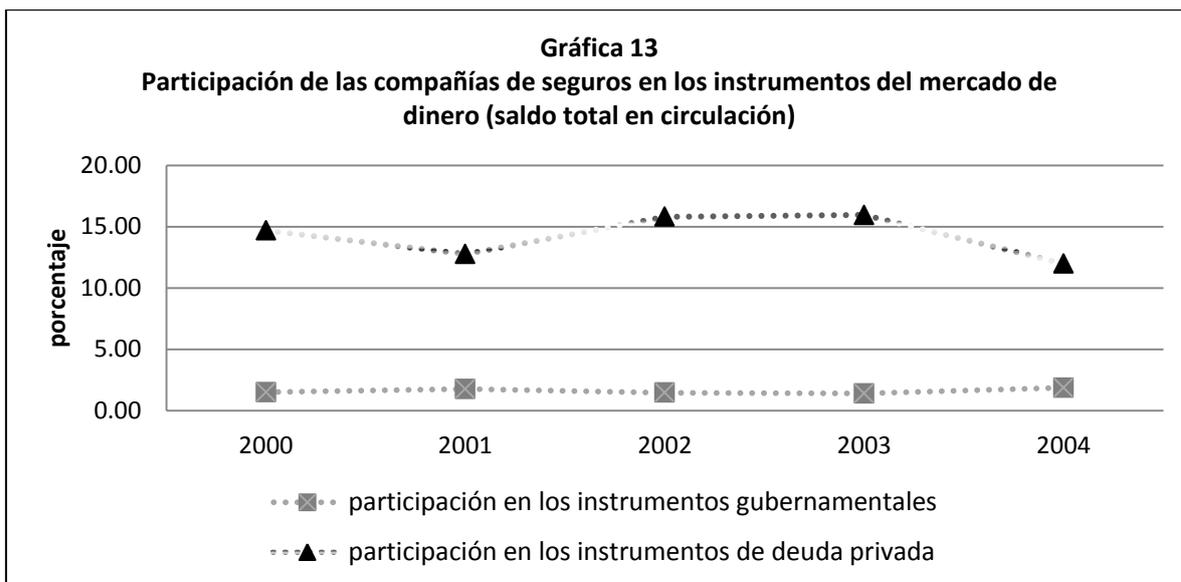


Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el monto operado durante cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión

Otra manera de medir la relación de las compañías de seguros con el mercado de valores, es tomando en cuenta la cantidad de instrumentos de deuda en circulación al final de cada año, y con esto medir la participación que tienen la cartera de inversión en instrumentos de deuda de estas compañías con el monto en circulación de estos en la Bolsa de Valores.

Del año 2000 al 2004 las compañías de seguros mantenían en sus carteras en promedio 1.6% del total de los instrumentos de deuda gubernamental, y 14.2% del total de los instrumentos de deuda privada, esto quiere decir que tenían en su poder 15.8% de los instrumentos de deuda que estaban en circulación en la bolsa de valores al final de cada período. (Véase gráfica 13)



Fuente elaboración propia con datos de los boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años.

\*La participación dentro del mercado de valores se obtuvo tomando en cuenta el saldo de los instrumentos del mercado de dinero en circulación a diciembre de cada año y la cartera de valores de la empresa en cuestión

### 3.7 Conclusiones

A manera de conclusión, se resalta que en México las reformas a la ley, que dieron paso a los procesos de desregulación y globalización financiera y que promovieron la intermediación financiera a través del mercado de valores, generaron una mayor profundización financiera conducida principalmente por los valores emitidos por las instituciones financieras no bancarias. Esta mayor profundización financiera en contra de lo postulado por la teoría neoclásica (supuestamente generaría un mayor crecimiento económico) no se vio reflejada en un mayor crecimiento de la economía, esto porque en primer lugar, el ahorro financiero que captaron las empresas no financieras (a través de la emisión de títulos) fue muy baja comparado con los flujos que se destinaron a los valores financieros emitidos por el gobierno federal.

También, se puede comprobar que esta mayor liquidez en el mercado de valores, que generaron las instituciones financieras no bancarias no coadyuvaron al crecimiento del Producto, porque al comparar el excedente neto de operación del sector financiero no bancario del Sistema de Cuentas Nacionales contra el PIB, éste es bajo al igual que si se contrasta la participación del sector de servicios financieros con el Producto.

Los procesos de desregulación y globalización financiera en México generaron un incremento de la participación del sector no bancario al interior del sistema financiero, el cual se vio dinamizado principalmente por las instituciones típicas del período de financiarización, tales

como los fondos de pensiones privados (Siefores), las sociedades de inversión y las compañías de seguros (también llamados inversionistas institucionales).

Al revisar, las hojas de balance de éstas tres instituciones típicas del período de financiarización, nos percatamos que la composición de la cartera de valores de los fondos de pensiones privados, representados por las Siefores, ha estado concentrada desde el año 2000 y hasta el 2010 en la adquisición de valores gubernamentales (a pesar de que mantuvo una tendencia hacia la baja), esto debido a que estos bonos les generan rendimientos por arriba de la inflación, en otras palabras a través de la tasa de interés puede obtener ganancias financieras, otro aspecto es que estos instrumentos gozan de un mercado secundario amplio y profundo y pueden servir como colaterales al solicitar un préstamo. Cabe enfatizar, que estas compañías, particularmente a partir de la modificación a la ley de sus regímenes de inversión realizada en 2005, han tratado de dinamizar el mercado de capitales por medio de canalizar mayores flujos de sus ahorros financieros a la compra de acciones e innovaciones financieras, tales como los certificados bursátiles, que emiten las empresas no financieras.

Por su parte las compañías de seguros y las sociedades de inversión, se han caracterizado por canalizar casi todo su ahorro financiero a la compra de valores gubernamentales, los cuales no están ligados al aparato productivo sino a cubrir el gasto de cuenta corriente y para ayudar al gobierno a llevar a cabo la conducción de la política monetaria enfocada a cumplir metas de inflación.

Por tanto, se puede concluir que la mayor liquidez en el mercado de valores generada por las Instituciones financieras no bancarias, especialmente por las Siefores, sociedades de inversión y compañías de seguros, no ha estado ligada coadyuvar el crecimiento económico porque ha financiado principalmente el gasto del gobierno y no a las empresas no financieras, por tanto la relación de estos intermediarios no bancarios con el mercado de capitales es baja, a pesar de que el este mercado en México es considerado poco amplio y profundo.

## **Conclusiones generales**

Este trabajo mostró que las instituciones financieras no bancarias adquirieron un auge en los últimos 40 años dentro del sistema financiero internacional, sin ser el mexicano la excepción.

En este entorno la teoría económica ofrece distintas explicaciones sobre el comportamiento de las instituciones financieras no bancarias y el mercado de valores. La visión neoclásica sostiene que el mercado de valores es un espacio que asigna de manera eficiente los recursos que captan las instituciones financieras no bancarias del público en proyectos de inversión de empresas no financieras. Por tanto, la participación de las instituciones financieras no bancarias en la economía puede acelerar el crecimiento de una economía debido a que la emisión de títulos financieros está ligada a la ampliación de los bienes de capital fijo y los precios de estos títulos reflejan la información disponible.

Concretamente, para la escuela neoclásica el mercado de valores es el espacio de intermediación por excelencia para el financiamiento a la inversión productiva, debido a que no existe especulación financiera porque es imposible que un sólo agente interprete mejor que los demás la información disponible. Por tanto, es inútil tratar de predecir el precio futuro de los instrumentos financieros, aunque si sucediera y algún agente llegara a obtener ganancias financieras, esto sería causa del azar. Cabe mencionar que para este marco teórico los mercados de valores deben ser amplios y profundos.

Por otro lado, desde la perspectiva de Keynes, la intermediación a través del mercado de valores y de las instituciones financieras no bancarias es inestable porque existe especulación sobre el movimiento de la tasa de interés futura, la cual afecta de manera directa el valor de los títulos financieros. Concretamente, en este mercado tiene lugar una actividad especulativa a través del movimiento de la tasa de interés, donde inciden diversas opiniones sobre el valor futuro de esta variable, la cual está sujeta a ser manipulada por los inversionistas institucionales.

Para este autor, el mercado de valores es un espacio ineficiente de intermediación porque los precios de los títulos financieros son altamente volátiles. Consecuentemente, la separación de la propiedad y la dirección de las empresas no ha generado un espacio eficiente de recolectar liquidez para financiar proyectos productivos, debido a la existencia de inversionistas “profesionales” que buscan predecir el comportamiento de los demás agentes para obtener ganancias de corto plazo generadas por variaciones en los precios de los títulos financieros. Con base en lo anterior, los precios de las acciones no reflejan las condiciones de rentabilidad de las empresas sino que indican el valor financiero presente de las utilidades de la inversión futura. Incluso se señala que la variabilidad de los precios de los títulos financieros

puede estar relacionada a un debilitamiento del estado crediticio y de las expectativas de los agentes y no al mal funcionamiento de las estructuras productivas.

Para Minsky, a diferencia de Keynes el financiamiento a la inversión tiene lugar a través de la banca y el mercado de valores (así como las instituciones financieras no bancarias), los cuales garantizan liquidez a las innovaciones financieras que tienen un carácter cíclico. O sea, en períodos de auge la banca comercial adelanta liquidez en un contexto de precios creciente de los títulos financieros y el reverso ocurre en las fases de declive. La particularidad de la creciente liquidez, en un contexto de inflación financiera, es que relaja las condiciones del crédito en períodos de auge y las corporaciones financieras y no financieras asumen mayores riesgos incrementando su nivel de apalancamiento y, por consiguiente volviendo más riesgosas sus estructuras financieras.

Desde esta perspectiva, a diferencia de Keynes, la especulación gira en torno de pedir prestado para comprar títulos financieros que presentan variaciones en sus precios, es decir la especulación se centra en el valor de las acciones y no en la predicción presente sobre el movimiento futuro de la tasa de interés. En consecuencia, desde el punto de vista de Minsky una economía que cuenta con un mercado de valores amplio y profundo ve incrementada su fragilidad financiera en períodos de auge porque los bancos incrementan el volumen de sus préstamos en relación a sus activos, manteniendo constante la tasa de interés. En este período, también las empresas no financieras asumen mayores riesgos al incrementar la tasa de endeudamiento, lo cual puede inducir al incumplimiento de pagos pendientes, especialmente cuando se detiene el incremento de los precios de los títulos financieros y se detiene el gasto de la inversión. Ello puede provocar una venta generalizada de acciones conduciendo a una baja en el precio de las mismas, situación que llevará a una deflación por deuda que puede paralizar la actividad económica y desatar una recesión económica.

La depresión económica está en función del tipo de estructuras financieras dominantes, siendo la estructura ponzi las que pueden inducir una bancarrota generalizada y una profunda recesión económica.

Considerando el marco teórico anterior se analizó el comportamiento del conjunto de los agentes, poniendo particular atención en las instituciones financieras no bancarias, en el período de financiarización, caracterizado por el dominio del capital financiero sobre el productivo.

Encontramos que los hogares se transforman de agentes acreedores a deudores. Las empresas no financieras se trasladan de una posición deudora a una acreedora, es decir reducen la reinversión de sus ingresos en proyectos productivos, recompran sus acciones y

amplían su actividad de tesorería como una fuente adicional de obtención de rendimientos. Concretamente, durante la financiarización cambia la posición de los agentes volviéndose deudores los acreedores y viceversa.

Las modificaciones relativas al sistema financiero es que se ve reforzada la función de intermediación financiera, y por consiguiente la actividad de las instituciones financieras no bancarias. Aparecen nuevas instituciones, las cuales, a su vez se fortalecen vía los llamados inversionistas institucionales privados como son los fondos de pensiones, compañías de seguros y sociedades de inversión cuya particularidad es concentrar grandes cantidades de liquidez que se canalizan al mercado de valores vía compra y venta de títulos con base en pagos presentes por promesas de pagos futuros.

El nacimiento y auge de estos inversionistas institucionales está relacionada a la privatización de los sectores de la salud, educación y de pensiones, y en general de los servicios públicos provistos por el gobierno en el período de regulación y se vio fortalecido por la emisión de títulos financieros por parte del gobierno cuyo objetivo era reforzar la tasa de interés o el tipo de cambio y mantener bajo control el precios de los bienes y servicios del sector real.

Durante la etapa de la financiarización, la exuberancia financiera no se reflejó en un mayor crecimiento económico porque, por un lado las empresas no financieras y los inversionistas institucionales buscaron ganancias financieras de corto plazo, y por el otro los recursos captados por el gobierno se utilizaron para estabilizar el tipo de cambio y fortalecer la tasa de interés, a fin de cumplir metas inflacionarias.

Por tanto, esta mayor liquidez en el mercado de valores generó inflación financiera, la cual estuvo fomentada a través del uso de las llamadas innovaciones financieras. De esta forma, se puede enfatizar que durante la financiarización se despliega un auge en el uso de las innovaciones financieras, tales como la titulización.

La titulización modificó el funcionamiento de la banca comercial. En tanto permitió que desplegaran operaciones no bancarias especulativas sustentadas en las variaciones de precios y fortaleció a instituciones financieras no bancarias como los vehículos de propósito especial y porque traspaso el riesgo de impago de créditos desde la banca emisora a todos los agentes bancarios.

También se modificó la composición del crédito, dirigiéndose principalmente a los hogares, lo cual les permitió es estos últimos al menos mantener nivel de consumo en un contexto de reducciones salariales.

La banca durante esta fase cambio su función principal de otorgar crédito a las empresas no financieras a crear un mercado activo para las innovaciones financieras, lo cual se refleja en el cambio en la estructura de sus estados de resultados, los cuales indican que durante la etapa de la financiarización, los ingresos de ésta provinieron principalmente del cobro por comisiones que prestar servicio de banca de inversión que por el diferencial de intereses que se cobra en la emisión de créditos bancarios.

En México estos cambios iniciaron en 1994 después de un largo proceso de desregulación y globalización comercial, productiva y financiera, los cuales permitieron que se alcanzara una profundidad financiera significativa entre 1994 a 2010. Este proceso se debió al incremento de los valores no bancarios en donde encontramos que el principal emisor de estos títulos es el gobierno federal seguido con una participación relativamente reducida de las emisiones de valores del sector privado. Por tanto, se destaca que las empresas no financieras no tiene una gran actividad de tesorería en México y se mantienen como deudoras.

Así mismo, se resalta que los valores bancarios mantuvieron una participación mínima constante en la profundidad financiera de 1999 a 2010.

La mayor profundidad financiera reflejo un cambio de la estructura del sistema financiero mexicano, que como establece la literatura de la financiarización aumentó la participación de la instituciones financieras no bancarias, destacando que los intermediarios no bancarios denominados como tradicionales (Casas de bolsa, uniones de créditos, almacenes generales de depósitos, afianzadoras, casas de cambio y empresas de factoraje) se estancaron, mientras las instituciones financieras no bancarias típicas de este período dinamizaron la estructura financiera mexicana. Entre las que destacan las sociedades de inversión de fondos de ahorro para el retiro (Siefores) seguidas por las sociedades de inversión y las compañías de seguros.

La evidencia empírica en México mostró que el crecimiento de los intermediarios no bancarios no generó un impacto considerable en el crecimiento del producto en tanto sus principales inversiones fueron realizadas en instrumentos gubernamentales que garantizaron un piso de rendimientos libre de riesgo. Sin embargo, el peso del excedente neto del sector financiero no bancario se mantuvo relativamente reducido en el excedente neto total, indicando que el desarrollo de estas instituciones no logró fortalecer el sistema financiero mexicano en niveles parecidos a la de países altamente desarrollados.

Incluso, si se mide la participación de las instituciones financieras no bancarias vía la contribución del FIRE (conformado por los sectores financieros, seguros e inmobiliario o

Finance, insurance and real estate en inglés) en el producto encontramos que éste se mantuvo relativamente reducido y no creció de manera significativa de 2000 a 2010.

Cabe resaltar que la participación de los activos sector bancario con respecto al PIB se mantuvo casi constante de 2000 a 2010, esto a pesar de que en este período la banca comercial ya no contaban con la llamada represión financiera, que según los neoliberales era la causa que no permitía el crecimiento económico.

Con el fin de conocer el comportamiento de las instituciones financieras no bancarias, analizamos las hojas de balance (especialmente nos enfocamos en su cuenta de activos) de los intermediarios no bancarios que mayor crecimiento mostraron en el período de estudio, los cuales, como se dijo anteriormente, fueron las Siefores, sociedades de inversión y las compañías de seguros.

Éste análisis nos indica que las Siefores tienen una cartera de inversión altamente concentrada en instrumentos gubernamentales, pese a mostrar una tendencia a la baja, especialmente a partir de 2005 que es cuando se realizaron las modificaciones a sus regímenes de inversión. Un aspecto a resaltar es el hecho de que estas instituciones no han generado liquidez para la banca comercial, esto porque los títulos bancarios representan un porcentaje muy bajo en la cartera de valores de éstas.

Las hojas de balance de las sociedades de inversión muestran que la composición de la cartera de inversión estuvo integrada principalmente por los instrumentos de deuda, donde títulos financieros del gobierno federal tienen una gran importancia, lo cual significa que estas instituciones al igual que las Siefores se han dedicado a financiar el déficit del gobierno, el cual no necesariamente está ligado a la acumulación de capital fijo. En contraste con lo presentado por las Siefores, las sociedades de inversión si han invertido en títulos bancarios, lo que significa que inyectaron liquidez a la banca comercial, lo cual supondría que las instituciones financieras dispondrían de mayor liquidez y podrían ampliar su base de crédito, lo cual, empero no sucedió.

Asimismo, se resalta que las sociedades de inversión no profundizaron el mercado de capitales en tanto los instrumentos de renta variable que emiten las empresas no financieras ejercen una mínima participación en la cartera de inversión de éstas.

Finalmente, encontramos que las compañías de seguros invierten sus reservas técnicas principalmente en valores gubernamentales, como los UMS, bonos de tasa fija a 10 años y Cetes, los cuales no tienen relación con el gasto de inversión productiva, pero que garantizan ganancias financieras por arriba de la inflación. Los valores gubernamentales son seguidos por los títulos privados como los pagarés de mediano plazo y en menor proporción por las

acciones. Por tanto, al igual que las sociedades de inversión, estas compañías no han promovido de manera significativa el mercado de capitales.

Las compañías de seguros invirtieron sus reservas técnicas en instrumentos bancarios como los depósitos a plazo, los cuales se realizan de manera directa en la ventanilla bancaria (y no a través del mercado de valores). Estos depósitos le garantizan a éstas compañías rendimientos mínimos con riesgo casi nulo.

De acuerdo con el análisis de las hojas de balance y en especial de la composición de su cartera de valores se resalta que la participación de cada una de las tres instituciones financieras no bancarias antes mencionadas en el mercado de capitales fue muy baja, lo cual, en parte explica que el mercado de capitales mexicano es poco profundo y poco amplio, en donde tanto sólo cotizan 137 empresas no financieras actualmente en la Bolsa Mexicana de Valores.

Se puede concluir este trabajo de investigación señalando que las instituciones financieras no bancarias durante el período de financiarización aparecen como nuevos actores que incrementan la liquidez del sistema financiero, la cual no está ligada al financiamiento del sector productivo, sino que ésta es absorbida principalmente por el gobierno federal, porque este agente garantiza mínimas ganancias financieras a corto plazo, por arriba de la inflación, libres de riesgo.

## **Bibliografía**

Álvarez. N. (2010). "La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales". Universidad Complutense de Madrid. Revista economía mundial. No. 24, pp.165-191

Bernanke B. S. y Mishkin. F. (1997), "Inflation targeting: a new framework for monetary policy?" Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2.

Boyer. R. (2000). "Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis". Economy and Society. No. 29. pp. 111-145.

Cabello. A. (1999). *Globalización y Liberalización financieras y la Bolsa Mexicana de Valores del auge a la crisis*. Plaza y Valdés Editores, México.

Correa. E. (2004). *Inversionistas institucionales, en economía financiera contemporánea tomo II*. Eugenia Correa y Alicia Girón coordinadoras. Senado de la República. Universidad Nacional Autónoma de México. Universidad Autónoma de México. Universidad Autónoma de Zacatecas. México.

\_\_\_\_\_(1998), *Crisis y desregulación financieras*. Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM. Siglo XXI editores, México.

Eatwell. J. Taylor. L. (2006). *Finanzas globales en riesgo un análisis a favor de la regulación*. Siglo XXI editores. Argentina.

Epstein. G. (2005). *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar. Cheltenham. Reino Unido y Northampton. MA.

Fama. E. (1965). "Random walks in stock market prices". Financial analysis journal, enero-febrero. P.p 75-79.

\_\_\_\_\_(1970). "Eficient Capital Markets: A Review Theory and Empirical Work". The Journal Finance. Vol. 2. núm. 2. Diciembre. Pp.383-417.

Fabozzi. F. (1996). *Mercados e Instituciones Financiera*. Prentice Hall.

Fisher. I. (1911). *The Purchasing Power of Money*. The Macmillan Co, EUA.

Giraldo. C. (2004). "Financiarización: Un nuevo Orden Social y Político". Research Papers Series No. 20. Doctorado en Ciencias Económicas. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Colombia. Bogotá

Girón. A. Levy. N. (2005). *México los bancos que perdimos*. Universidad Nacional Autónoma de México. Facultad de Economía. Instituto de Investigaciones Económica.

González. S. Mascareñas. J. (199). "La globalización de los mercados financieros". Noticias Unión Europea, No.172. pp.- 15-35. Madrid. España.

Graziani. A. (2002). *The monetary theory of production*. Cambridge University Press. UK

Guevara. H. Simons. H. (2011). La innovación financiera y su impacto en la función del administrado financiero. Ide@s CONCEYTEG. Vol. 6. No.68. pp.233-247. Febrero.

Guillén. A. (2011). *La crisis global tres años después de su irrupción: una lectura desde América Latina*, en Tres crisis: Economía, finanzas y medio ambiente. Eugenia Correa. Alicia Girón. Arturo Guillén y Antonia Ivanova coordinadores. UAM Iztapalapa. UABCS y Miguel Ángel Porrúa

Gurley. J. y Shaw. E. (1960). *Money in a theory of finance*. The Brookings institution, EUA.

Guttman. R. (2009). "Una introducción al capitalismo conducidos por las finanzas". *Ola financiera*. Enero-abril. pp.20-94. Universidad Nacional Autónoma de México.

Huerta. A. (2000). *La liberalización Financiera no genera condiciones de estabilidad monetaria y financiera*, en *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste asiático*. Guadalupe Mántey y Noemí Levy compiladoras. Universidad Nacional Autónoma de México. ENEP Acatlán. DGAPA.

Keynes. J. (1930). *A treatise on Money*. Vol. I. Londres: Macmillan and Co. Limited.

\_\_\_\_\_ (1936). *Teoría General de la ocupación el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica. México.

\_\_\_\_\_ (1937). "The 'Ex-ante' theory of the Rate Interest". *Economic Journal*. Núm. 47. Diciembre, Pp.663-669.

\_\_\_\_\_ (1971c). "The process of capital formation". En *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. 14: *The General Theory and After: 2. Defence and Development*. Londres. Macmillan. Pp. 278-285.

Krippner. G. (2005). "The Financialization of America economy". *Socioeconomic. Review* 3. Oxford University Press. pp. 173-208.

Lazonick. W. y O'Sullivan. M. (2000) "Maximizing shareholder value: a new ideology of corporate governance". *Economy and Society*, 29(1): 13-35.

Levy. N. (2012). *Dinero, organizaciones financieras y financiarización: un debate teórico institucional*. Próximo a publicar.

\_\_\_\_\_ (2010). "Innovación financiera y crecimiento económico". *Ola financiera*. Enero-abril. pp. 71-101.

\_\_\_\_\_ (2009). "La nueva estructura financiera y la disponibilidad de financiamiento en la economía mexicana". *Revista economía informa*. Número 361. Noviembre-diciembre. Pp7-24.

\_\_\_\_\_ (2008). "EL impacto de la nueva configuración del sistema financiero del desarrollo". *Economía Informa*, Noviembre-Diciembre. pp. 91-107

\_\_\_\_\_ (2006). *El efecto de los fondos de pensiones en el sistema financiero mexicano*. En *Reforma financiera en América Latina*. Eugenia Correa y Alicia Girón coordinadoras. Universidad Autónoma de México. Instituto de Investigaciones Económicas y Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales.

\_\_\_\_\_ (2006). "Profundización financiera restricción crediticia". *Economía informa*. Número 343. Noviembre-diciembre. pp. 54-65.

\_\_\_\_\_ (2003). *El efecto de la privatización de los fondos de pensiones en el financiamiento de la inversión y el crecimiento económico en México*. En *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*. Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Coordinadoras. Universidad Nacional Autónoma de México. UNAM campus ACATLÁN. Dirección General de Asuntos del Personal Académico

\_\_\_\_\_ (2001). *Cambios institucionales del sector financiero y su efecto en el fondeo de la inversión: México 1960-1994*. UNAM. Facultad de Economía

Mántey. G. (2010). *Políticas financieras para el desarrollo de México: ¿Qué hemos aprendido de 1958 a 2008?*. En *Cincuenta años de políticas financieras para el desarrollo en México*

(1958-2008). Guadalupe Mártey de Aguiano y Noemí Levy coordinadoras. Universidad Autónoma de México y Plaza y Valdés editores.

\_\_\_\_\_ (1997). *Lecciones de economía monetaria*. Ed. Universidad Nacional Autónoma de México. México.

Mckinnon. R. (1974). *Dinero y capital en el desarrollo económico*. Ed. Cemla. México.

Menkhoff. L. (2002). "Institutional investors: the external costs of successful innovation". *Journal of economic*. Vol. XXXVI. No.4. December.

Miller. R. y Pulsinelli. R. (1992). *Moneda y banca*. McGraw Hill. Colombia.

Minsky. H. (1975). *Las razones de Keynes*. México: Fondo de Cultura Económica

\_\_\_\_\_ (1992). "The financial instability hypothesis", Economics Working Paper Archive WP.74, Levy Economics Institute.

Mishkin. F. (2008). *Moneda, banca y mercados financieros*. Pearson educación, México.

Mizoni. A. (2009). "Memoria de los quince años de la nueva Comisión Nacional de Seguros y Fianzas:1990-2005", Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

Nersisyan. Y. y Wray. L. (2010). "The global crisis and the shift to shadow banking". Levy Institute and University of Missouri- Kansas City. Working paper 587.

Orhanganzi. Ö. (2008). "Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the USA economy: 1973-2003". *Cambridge Journal of Economics*. Vol.32. pp. 863-886.

Palley. T. (2007). "Financialization: what it is and why it matters". Working Paper 525. Economics Working Paper Archive. Levy Economics Institute.

Ramírez, E. (2001). *Moneda, banca y mercados financieros*. Prentice Hall, México.

Seccareccia. M. (2011). "Financialisation and the financial crisis: history, theories and policy considerations". Ponencia dada en la UNAM, México.

Soto. R. (2010). "Desregulación financiera y finanzas públicas en México". *Revista Economía Informa*. Núm. 362. Enero-febrero.

Stockhammer. E. (2011). "Financialization, income distribution and the crisis". July.

----- (2008). "Some Stylized on the finance-dominated Accumulation Regime". *Competition & change*. Vol. 12. No.2. Junio. pp. 184-202.

Studart. R. (2002). *Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: elementos de preocupación*. En *Globalización financiera e integración monetaria una perspectiva desde los países en desarrollo*. Guadalupe Mártey y Noemí Levy compiladoras. Universidad Nacional Autónoma de México. ENEP Acatlán. DGAPA.

Swary I. Topf B. (1992). *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*. Fondo de Cultura Económica. México.

Toporowski. J. (2011). "Innovación financiera y desarrollo". *Revista problemas del desarrollo*. Vol.165. No. 42. pp. 161-169. Abril-junio.

Vega. F. (1998). *Sociedades de inversión; funcionamiento, operaciones y perspectivas:2*. Grupo editorial Eón. México.

Vidas. K. Jiménez. E. (2006). "Mercados, activos e innovaciones financieras". Banco Central de Costa Rica. Departamento de investigaciones económicas.

Villagómez. F. Hernández. J. (2010). "Impacto de la reforma al sistema de pensiones en México sobre el ahorro". Economía Mexicana nueva época. Volumen XIX. Número 2. Segundo semestre. pp. 227-310.

Informe anual Banco de México, 1989.

Sitios de Internet:

WWW.BANXICO.GOB.MX

WWW.CNBV.GOB.MX

WWW.CONSAR.GOB.MX

WW.INEGI.GOB.MX

Boletines anuales de la Bolsa Mexicana de Valores diversos años, [www.bmv.com.mx/](http://www.bmv.com.mx/)

Leyes:

Circular CONSAR15-12. Publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 26 de Mayo de 2004.

Circular CONSAR 15-19. Publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 9 de julio de 2007.

Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros

Ley de los Sistema de ahorro para el retiro

Ley de las Sociedades de inversión.