



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA  
FACULTAD DE ECONOMÍA

FINANCIAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS  
FINANCIEROS NO BANCARIOS A LA PRODUCCIÓN:  
MÉXICO 1994-2016

TESIS  
QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:  
MAESTRO EN ECONOMÍA

PRESENTA:  
RODRIGO OLIVOS SANTES

DIRECTOR DE TESIS:  
DRA. NOEMI ORNAH LEVY ORLIK  
PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

CIUDAD UNIVERSITARIA, CIUDAD DE MÉXICO JULIO 2017



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

## AGRADECIMIENTOS

A mis padres Rodrigo y Ma. Esther por su apoyo incondicional en cada etapa de mi vida.

A mis hermanos Cecy y Edgar y a mis cuñados, su apoyo ha sido fundamental en mis estudios.

A mis amigos en quienes siempre he podido confiar.

A todos mis profesores y en especial a mi asesora la Dra. Noemi Levy por su invaluable apoyo y orientación en la realización de esta tesis.

A la UNAM por ser la institución que me brindó la oportunidad de continuar mi formación profesional.

Al Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) IN303314 “Financiarización y políticas económicas: un análisis teórico institucional para países en desarrollo” por su apoyo para la culminación del presente trabajo.

Al CONACYT por el apoyo financiero que me brindaron para la realización de este trabajo.

Muchas Gracias.

# Tabla de contenido

INTRODUCCIÓN GENERAL.....	5
CAPÍTULO 1. DINERO, TASA DE INTERÉS Y MERCADO DE CAPITALES DESDE LA PERSPECTIVA NEOCLÁSICA Y KEYNESIANA.....	9
1.1    INTRODUCCIÓN.....	9
1.2    EL MERCADO DE CAPITALES EN LA TEORÍA CLÁSICA. ....	10
1.2.1    La teoría cuantitativa y la teoría de los fondos prestables. ....	10
1.2.2    La intermediación financiera y el mercado de capitales. ....	13
1.2.3    La hipótesis de los mercados eficientes.....	15
1.3    EL MERCADO DE CAPITALES PARA KEYNES Y LOS POST-KEYNESIANOS.....	17
1.3.1    Dinero y tasa de interés en la perspectiva keynesiana. ....	17
1.3.2    Mercado de capitales e intermediarios financieros. ....	20
1.3.3    La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky.....	22
1.3.4    Teoría de inflación financiera.....	24
1.3.5    La teoría del circuito.....	28
1.4    CONCLUSIONES.....	30
CAPÍTULO 2. EVOLUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS EN UN CONTEXTO DE FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA. ....	32
2.1    INTRODUCCIÓN. ....	32
2.2    DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. ACTIVACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES. ...	34
2.3    FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA. EL NUEVO CONTEXTO PARA LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS. ....	40
2.4    INNOVACIONES FINANCIERAS. ....	44
2.5    CAMBIO EN LA ESTRUCTURA BANCARIA Y COMPLEMENTARIEDAD CON LA INTERMEDIACIÓN NO BANCARIA. ....	49
2.6    EL NUEVO PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS. ....	52
2.6.1    Inversionistas Institucionales. ....	52
2.6.2    Otras actividades no bancarias.....	55
2.7    CONCLUSIONES.....	61
CAPÍTULO 3. EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA EN MÉXICO. PERIODO 1994- 2016. ....	63

3.1 INTRODUCCIÓN .....	63
3.2 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO. ....	64
3.3 IMPORTANCIA DE INSTRUMENTOS NO BANCARIOS EN LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA. ....	68
3.4 TAMAÑO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS .....	74
3.4.1 Mercado de Crédito.....	75
3.4.2 Mercado de bonos.....	78
3.4.3 Mercado de acciones.....	83
3.5 LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO. ....	86
3.5.1 SIEFORES.....	87
3.5.2 Fondos de Inversión .....	92
3.5.3 Compañías de seguros.....	96
3.6 CONCLUSIONES.....	101
CONCLUSIONES GENERALES.....	104
BIBLIOGRAFÍA.....	110

# FINANCIAMIENTO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS A LA PRODUCCIÓN: MÉXICO 1994-2016

## INTRODUCCIÓN GENERAL.

Los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) son instituciones fundamentales de los sistemas financieros al recolectar grandes montos de ahorro de los agentes económicos, realizando así una función de fondeo de la actividad productiva. En países desarrollados las actividades financieras no bancarias han crecido considerablemente en un entorno de financiarización de la economía, donde el sector financiero ha estado sometido a procesos inflacionarios generando fuertes ganancias financieras para los dueños del capital. Este crecimiento también tuvo lugar en países en desarrollo sin que los mercados de capitales hayan logrado la amplitud y profundidad de los centros financieros de países desarrollados, aunque sí ha traído consigo una gran variedad de IFNB que han incrementado la actividad financiera en estos países.

Específicamente en México, durante el periodo de sustitución de importaciones, dominó una estructura financiera basada en la intermediación bancaria. A partir de la desregulación de los años ochenta, la liberalización financiera de los noventa y la crisis de 1994 los intermediarios no bancarios iniciaron una expansión considerable incrementando el tamaño del sistema financiero mexicano (SFM). Al mismo tiempo el mercado de valores se expandió con capitales del extranjero, generando recursos disponibles en el mercado doméstico. La gran pregunta acerca de la expansión es si los recursos estuvieron disponibles en el mercado doméstico. Específicamente si el aumento en el tamaño y profundidad del SFM generó un efecto positivo en el financiamiento a la producción y acumulación en México.

Hay muchos estudios sobre la relación entre crédito bancario y producción en México, debido a que la intermediación bancaria ha sido predominante. Este trabajo en cambio busca hacer un estudio entre la intermediación no bancaria y el financiamiento a la producción, considerando que durante la etapa de financiarización sus activos han aumentado notablemente.

El análisis debe realizarse en el contexto de un marco internacional que a la luz de la globalización y liberalización financiera ha permitido el movimiento de crecientes flujos hacia el mercado financiero doméstico, haciéndolo más dinámico pero propenso a contagios externos que provocan salidas aceleradas de capital.

El objetivo de este trabajo es profundizar en el estudio de los intermediarios no bancarios para determinar si cumplen el propósito de financiar la actividad productiva. Esta discusión se hará en tres niveles, primero se analiza teóricamente el papel de los IFNB en el crecimiento, contraponiendo las visiones ortodoxas y heterodoxas. En segundo lugar se hace un análisis institucional para determinar la evolución de estas instituciones y finalmente un análisis empírico a través de la obtención de información cuantitativa.

El periodo de análisis comprende los años entre 1994 a 2016. Se inicia en aquél año pues significó un parteaguas en la estructura de las instituciones financieras a raíz de la crisis que ocurrió a final de dicho año, lo cual fue seguido por la extranjerización del sistema bancario, la autonomía del Banco Central y la aceleración de la emisión de títulos por parte del gobierno para financiarse y desplegar política monetaria. En el periodo post-crisis tiene un fuerte impulso por la privatización de sectores como el de salud y pensiones y la promoción del financiamiento a la vivienda. Aparecieron las sociedades de inversión especializadas en ahorro para el retiro (SIEFORES), las sociedades financieras de objeto limitado (SOFOLLES), y crecen otras como los fondos de inversión y las compañías de seguros. El análisis comprende hasta 2016 para cubrir la evolución que tuvieron los IFNB, poniendo particular énfasis a las crisis de 2001 y 2008 que tuvieron lugar en países desarrollados y que generaron inestabilidad en países en desarrollo como México.

La hipótesis del trabajo es que la IFNB ha tenido creciente participación en el SFM sin lograr acelerar el financiamiento a la producción, o sea, operan a un nivel inferior a su potencial.

Para comprobar la hipótesis, este trabajo se divide en tres capítulos. En el primero se discuten los enfoques neoclásico y heterodoxo acerca del dinero, tasas de interés y mercado de capitales, conceptos clave para entender el funcionamiento del sistema financiero y el papel que desempeñan los intermediarios financieros, con las diferentes implicaciones que derivan de cada uno de ellos. Se adopta el enfoque heterodoxo porque sus supuestos están más cercanos a la forma que opera el sistema financiero. El dinero no es neutral, es endógeno y la banca central determina la tasa de interés lo cual puede generar inflación y deflación financiera.

En el segundo capítulo se aborda la discusión de la financiarización de la economía, centrándonos en el impacto que tuvo sobre los mercados de valores y la forma en que cambió la operación de las instituciones financieras bancarias y no bancarias. Resaltamos que los conceptos de liberalización y globalización son básicos porque permiten entender la forma como se han configurado las estructuras financieras alrededor del mundo. Este capítulo finaliza analizando la actividad no bancaria en los nuevos sistemas financierizados con el fin de entender la importancia que adquirieron.

El tercer capítulo se dedica al análisis de la intermediación financiera no bancaria en México, a través del estudio de sus hojas de balance, a partir de lo cual se observa que el monto de sus activos es superior a los activos de la banca. Se estudia a detalle a las SIEFORES, fondos de inversión y compañías de seguros para entender su desarrollo en la economía financierizada. Asimismo se examina la importancia de los choques externos como la crisis de 2008 que tuvo fuertes impactos sobre el SFM, que inicialmente generó una salida de capitales que se revirtió en poco tiempo, generando grandes recursos entrando al país.

La recopilación de las hojas de balance de los diferentes intermediarios financieros se realizó con datos proporcionados por el Banco de México contenido en su



sección de información financiera. El cambio en la metodología del Banco de México a través de los años nos impide en algunos casos llevar a cabo un análisis desde 1994, por lo que en estos casos la información y las gráficas sólo retoman información de años más recientes, indicándose en el texto cuando así suceda. Para información de los mercados de bonos, accionario y crediticio se utilizaron además del Banco de México, bases de datos del Banco Internacional de Pagos (BIS) y del Banco Mundial, con el fin de hacer más robusta la información, cuidando siempre la consistencia de la misma con la información obtenida del Banco de México, de manera que fueran comparables.

Finalmente en la última sección se señalan las conclusiones del trabajo.

# CAPÍTULO 1. DINERO, TASA DE INTERÉS Y MERCADO DE CAPITALES DESDE LA PERSPECTIVA NEOCLÁSICA Y KEYNESIANA.

## 1.1 INTRODUCCIÓN.

El objetivo del presente capítulo es entender la naturaleza del dinero, tasa de interés y mercado de capitales desde la perspectiva de los enfoques neoclásico y keynesiano. La conclusión de cada uno de ellos tiene implicaciones diferentes por lo que es necesario delimitar el enfoque desde el cual se desarrollará la presente investigación.

Se puede afirmar que existe un consenso entre las diferentes escuelas de pensamiento económico acerca de las funciones del dinero como unidad de cuenta, depósito de valor y medio de cambio. Sin embargo, cuando se estudian las implicaciones del dinero en la economía, cada escuela presenta diferentes conclusiones respecto a su posibilidad de influir en la producción y el ingreso, así como su relación con la tasa de interés y el mercado de capitales.

Con el fin de explorar y comprender estas diferencias, en la primera parte de este capítulo se hace una revisión de los planteamientos neoclásicos de la teoría cuantitativa y la hipótesis de los mercados eficientes. En la segunda parte se presenta la visión de la teoría keynesiana, post-keynesiana y circuitista, con especial énfasis en el papel del dinero, la tasa de interés y el mercado de capitales.

## 1.2 EL MERCADO DE CAPITALES EN LA TEORÍA CLÁSICA.

### 1.2.1 La teoría cuantitativa y la teoría de los fondos prestables.

La teoría cuantitativa del dinero tiene su origen en la explicación otorgada por algunos autores a la inflación presentada en Europa durante el siglo XVI, que fue atribuida a la mayor oferta de metales preciosos provenientes de América. Estos hechos permitieron afirmar que el valor de los medios de pago está inversamente relacionado con su cantidad, a partir de lo cual se han desarrollado interpretaciones que dan lugar a diversas vertientes al interior de esta teoría, de las cuales las más destacables son la de Irving Fisher y la de la escuela de Cambridge.

La formulación de Fisher se expresa a través de la siguiente ecuación:

$$MV = PT \quad \text{Ecuación 1.1}$$

Donde  $M$  es la cantidad de dinero en circulación,  $V$  la velocidad de circulación del dinero,  $P$  es el nivel de precios y  $T$  es el número de transacciones.

A partir de esta ecuación, Fisher y monetaristas posteriores interpretaron una ecuación de demanda de dinero, de la siguiente manera:

$$M_d = \frac{1}{V} PY \quad \text{Ecuación 1.2}$$

La ecuación 1.2 permite establecer una relación de causalidad en la que  $M$  actúa como variable exógena y  $P$  es el elemento pasivo, de tal manera que una variación en el volumen de dinero origina un cambio idéntico en el nivel de precios y el volumen de producción, siempre que la velocidad de circulación del dinero no cambie. (Ayala, 1990).

La versión de Cambridge, con Marshall como su principal exponente, modifica el planteamiento de Fisher para incluir el atesoramiento y considera al dinero no solo

como un medio de cambio, sino como un activo financiero. Su planteamiento se expresa mediante la siguiente ecuación:

$$M = ky \quad \text{Ecuación 1.3.}$$

Donde  $k$  es el inverso de la velocidad de circulación en el planteamiento de Fisher, por lo tanto, está determinada por el comportamiento de los agentes económicos que permanece constante en el corto plazo, y es el ingreso nominal que resulta de multiplicar el ingreso real de pleno empleo ( $Y$ ) por el nivel de precios ( $P$ ), y  $M$  es la oferta monetaria que se considera una variable exógena al ser determinada por las autoridades monetarias, además, existe equilibrio entre la oferta y demanda de dinero:  $M = M_d$ , de tal manera que el desequilibrio solo puede ser provocado por variaciones en la oferta monetaria y únicamente se puede corregir mediante una variación absoluta en el nivel de precios. (Ayala, 1990).

Marshall, al igual que Fisher, supuso que la velocidad del dinero era estable e independiente de las otras tres variables de la ecuación ( $M, P, Y$ ). Esto significa que si no hay limitaciones al pleno empleo de los recursos, el principal determinante del nivel de precios es la oferta monetaria (Mantey, 1997). Así, las dos teorías llegan a la conclusión de que el nivel de precios depende de manera directamente proporcional de la cantidad de dinero en circulación. Además, ambas formulaciones postulan que la variación de la oferta monetaria no afecta las variables reales de la economía, por lo que el dinero es neutral.

Con la Gran Depresión de 1929, la teoría cuantitativa perdió credibilidad y predominó la teoría keynesiana, hasta que Milton Friedman retomó sus postulados, principalmente en su trabajo *Studies in the Quantity Theory of Money*, en el cual a partir de observaciones empíricas sostiene que la cantidad de dinero es el mejor predictor del producto agregado nominal (Friedman, 1956) contradiciendo a Keynes que consideraba que era el gasto autónomo. Para Friedman, la inflación es un fenómeno puramente monetario, en sus palabras, “cuando la cantidad de dinero crece más rápido que la cantidad de bienes y servicios disponibles para comprar se producirá inflación, incrementando los precios en términos de ese dinero”

(Friedman, 1980: 265). Mientras más rápido sea el crecimiento de la cantidad de dinero por unidad de producto, mayor será la tasa de inflación; la inflación sólo tiene impacto vía la demanda. Además, el autor sostiene que el único responsable del incremento en la cantidad de dinero, y por lo tanto de la inflación, es el gobierno, a través del banco central. Si un gobierno decide realizar un aumento del gasto público financiándolo con emisión monetaria provocará inflación, a no ser que se aumenten los impuestos.

Friedman rescata la idea de que el dinero afecta solamente al nivel general de precios y es neutral con respecto a las variables reales como la producción y la tasa de interés determinada por el ahorro y la inversión. A partir de estos postulados la escuela monetarista analiza las funciones del dinero, destacando su función como medio de cambio, es decir, servir como intermediario en el intercambio de mercancías.

En esta corriente, la tasa de interés representa una recompensa a los ahorradores por posponer su consumo, y adelantar los recursos requeridos para la adquisición de capital fijo. Como explica Graziani “en equilibrio, la tasa de interés debe ser igual tanto a la preferencia marginal temporal de los ahorradores como a la productividad marginal de la inversión. El pago total de interés hecho por las empresas a los ahorradores debe ser proporcional al monto de ahorro ofertado y por lo tanto al monto de capital invertido por las empresas”. (Graziani, 2003: 149).

En la teoría de los fondos prestables, el ahorro y la inversión se pueden interpretar por medio de la oferta y la demanda, donde el ahorro provee la oferta de fondos prestables mientras la inversión representa la demanda de los mismos. El tipo de interés es el precio que las empresas están dispuestas a pagar para realizar su inversión, y al mismo tiempo representa el incentivo de los hogares a ahorrar, por lo tanto, éste se ajusta hasta igualar el deseo de los hogares de ahorrar al deseo de las empresas de invertir, de tal manera que la cantidad de préstamos ofrecidos es igual a la cantidad demandada (Mankiw, 2006), así, cuando el tipo de interés es el de equilibrio, el volumen de inversión es igual al de ahorro ( $I = S$ ). Bajo este

razonamiento el ahorro solo se mantiene por un breve periodo de tiempo ya que debe servir de financiamiento a la inversión (Levy, 2001).

La tasa de interés que permite la igualdad entre ahorro e inversión es la tasa de interés real, sin embargo, la tasa nominal puede variar de este nivel. Al respecto, Wicksell establece una diferencia entre la tasa natural de interés, que es aquella que equipara los ahorros a la inversión, y la tasa de mercado, determinada por el banco central, que es monetaria y debe igualarse a la tasa natural (Wicksell, 2000).

“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: 40).

Según Wicksell, las desviaciones de la tasa de interés de mercado sólo originan variaciones en el nivel de precios, sin afectar a la tasa de interés real, alrededor de la cual fluctúa de acuerdo a las determinaciones del banco central.

De esta teoría se desprende que el ahorro necesariamente determina a la inversión, mediante la tasa de interés establecida en el mercado de fondos prestables, punto que resulta altamente controversial para las corrientes keynesianas y circuitistas.

### **1.2.2 La intermediación financiera y el mercado de capitales.**

En la visión clásica los intermediarios financieros ayudan a canalizar los ahorros de los agentes superavitarios, que son principalmente las familias, hacia los agentes deficitarios, que en su mayoría son las empresas que requieren dinero para realizar sus inversiones. “Los consumidores ahorran, prestan sus ahorros, y aumentan su

portafolio de activos financieros, las empresas invierten más de lo que ahorran, piden en préstamo los ahorros de los consumidores, y adquieren deudas” (Gurley, 1970: 60).

El financiamiento puede presentarse de manera directa o indirecta. La forma más común de financiamiento es el indirecto, que requiere la intermediación de una institución bancaria para captar el dinero de los ahorradores y prestarlo a los inversionistas. Los bancos tienen la capacidad de unir a los prestatarios con los prestamistas finales, y proporcionar a los primeros la oferta de préstamos que de otro modo no existirían. (Fisher, 1922). De acuerdo a este planteamiento, los bancos son meros intermediarios entre ahorradores e inversionistas, y como tales limitan el otorgamiento de créditos al monto de los depósitos que reciben del público. De igual manera, sus ganancias provienen únicamente de los préstamos otorgados y la diferencia entre la tasa de interés cobrada por los préstamos y la pagada a los ahorradores, conocida como margen de intermediación.

En el financiamiento directo las unidades deficitarias, generalmente las empresas no financieras, obtienen préstamos a través de la emisión de valores adquiridos directamente por los ahorradores en el mercado de capitales. Estos ahorradores son representados por instituciones no bancarias que operan con la suma de los fondos de los ahorradores individuales.

En esta visión, la principal diferencia entre los intermediarios bancarios y los no bancarios, es que cuando las unidades deficitarias emiten valores de deuda primarios, los intermediarios del sistema bancario crean dinero, mientras las instituciones financieras no bancarias crean activos financieros indirectos. Por su parte, las unidades superavitarias adquieren dinero en el primer caso, o activos financieros en el segundo, a cambio de su ahorro.

La noción de los bancos como únicos creadores de dinero es criticada por Tobin (1963) quién señala que tanto bancos comerciales como otros intermediarios financieros tienen influencia para expandir la oferta monetaria. Explica que mediante mejoras en la eficiencia del conjunto de intermediarios financieros o la creación de

nuevos intermediarios, bancarios o no bancarios, se incide sobre las tasas de interés, que se vuelven más competitivas, lo que tiene una influencia expansionista (Tobin 1963:6). La ventaja de los depósitos a la vista de funcionar como medios de pago no les da inmunidad contra la competencia de otros activos financieros que pueden ser menos líquidos pero con mayores rendimientos. “De esto se sigue que la demanda de la comunidad por depósitos bancarios no es indefinida, aun cuando los depósitos a la vista sirvan como medios de pago” (Tobin 1963: 7).

Sea el financiamiento bancario o no bancario, juega un papel fundamental en el crecimiento de las empresas, ya que les permite obtener recursos para realizar las inversiones necesarias para comenzar o ampliar sus operaciones. Además, el sistema financiero permite a los ahorradores obtener una recompensa por su frugalidad y reducir su riesgo repartiendo su riqueza entre muchas empresas. Por esta razón, en la teoría neoclásica el sistema financiero es idóneo para canalizar el ahorro hacia la inversión, y su eficiencia es uno de los principales determinantes del crecimiento económico y una condición para lograr el pleno empleo.

### **1.2.3 La hipótesis de los mercados eficientes.**

La hipótesis de los mercados eficientes (HME) es postulada por Eugene Fama, buscando solucionar la paradoja de la existencia de una gran cantidad de empresas buscando ganancias extraordinarias, cuando según la teoría neoclásica, estas deben ser igual a cero. En la práctica se puede ver que hay grandes empresas que imponen precios y obtienen ganancias anormales.

A partir de esto, la HME plantea que normalmente en el mercado de capitales los precios son correctos, es decir, reflejan total e instantáneamente la información disponible, constituyen un buen estimador del valor intrínseco de las acciones, y son independientes del pasado, lo que implicaría que no se pueden predecir (Fama, 1965). La teoría reconoce que pueden existir modificaciones en los precios cuando hay asimetrías de información que permiten a unos agentes predecir mejor el precio



futuro de los títulos, de manera que pueden obtener ganancias extraordinarias. Sin embargo esto no cambia el curso de la actividad económica en el largo plazo, ya que la información con que cuenta cada uno de los agentes se acumula y los precios fluctúan alrededor del valor real de los activos.

Fama define a un mercado eficiente como: “un mercado en el que hay grandes cantidades de agentes racionales que maximizan su utilidad compitiendo activamente, donde cada uno intenta predecir los futuros valores del mercado de los títulos individuales, y donde la información actual importante está disponible gratuitamente para todos los participantes” (Fama, 1965: 4).

La hipótesis de los mercados eficientes tiene sentido debido a que existe el arbitraje, proceso que consiste en que los participantes encuentran oportunidades de utilidad sin explotar, es decir, cuando los rendimientos otorgados por un valor son mayores a los que podrían justificarse por sus características, lo que hace que muchos participantes quieran adquirir ese valor, aumentando su precio actual en relación con su precio futuro esperado y reduciendo su rendimiento. Cuando el precio actual aumenta lo suficiente, el rendimiento del valor es igual al de equilibrio y desaparece la oportunidad de utilidad sin explotar.

Los mercados están estructurados de manera que puedan entrar muchos participantes. Mientras algunos de ellos estén pendientes de oportunidades de ganancia no explotadas, eliminarán las oportunidades de utilidad que aparezcan debido al arbitraje, porque al hacerlo obtienen una utilidad.

Para que un mercado sea considerado eficiente, se requiere que la información sea gratuita, es decir, que no existan costos por recolectar y procesar la información, además, los costos de transacción deben ser nulos, y todos los agentes deben ser tomadores de precios. Si estas condiciones se cumplen, el mercado es un juego justo y las ganancias extraordinarias únicamente son fruto del azar (Fama, 1965).

La HME ha recibido fuertes críticas debido a que se han observado ocasiones en las que los valores de los títulos se pueden desviar de sus valores de equilibrio, debido a factores psicológicos, de moda y negociaciones “con ruido”. Para evaluar

la validez empírica de la hipótesis, se han realizado diferentes pruebas que se pueden clasificar en tres grupos. El primero corresponde a las pruebas débiles, que se basa en series históricas de los precios y rendimientos de los activos financieros. El segundo grupo corresponde a las pruebas semi-fuertes, consistentes en estudios de eventos que permiten determinar si los precios realmente se ajustan rápidamente a la información nueva. Y el tercero son las pruebas fuertes que, a través de información privada, analizan si es posible que haya agentes con acceso a información privilegiada. Para Fama ninguna de estas pruebas empíricas es evidencia suficiente para rechazar su hipótesis.

La HME tiene importantes implicaciones para los participantes en el mercado de capitales, por un lado, si esta hipótesis se cumple, sus esfuerzos por predecir los precios de los títulos con fines especulativos son en vano, pues no podrán ser más acertados que el azar, a largo plazo no hay pérdidas ni ganancias anormales. Además, dado que en el mercado financiero los precios son correctos, se pueden tomar decisiones de inversión con certidumbre, el riesgo se diversifica entre todos los agentes que participan en el mercado y se reducen los costos de financiamiento. El mercado financiero es idóneo para canalizar el ahorro hacia la inversión.

## 1.3 EL MERCADO DE CAPITAL PARA KEYNES Y LOS POST-KEYNESIANOS

### 1.3.1 Dinero y tasa de interés en la perspectiva keynesiana.

Keynes refuta la postura de los neoclásicos respecto al análisis del dinero y la tasa de interés, alejándose así de la línea del pensamiento ortodoxo que hasta la década de los veinte era predominante. La cuestión del dinero la aborda con detalle en el *Tratado del Dinero* de 1930, mientras que en la *Teoría General sobre la Ocupación el Interés y el Dinero* (TGOID) de 1936 hace por primera vez un estudio de la tasa de interés alejado de las nociones marginalistas que aún subyacen en el *Tratado*.

En cuanto al concepto de dinero, Keynes no lo considera neutro a diferencia de la teoría ortodoxa donde el dinero existe pero no juega un rol determinante en el nivel de producción y distribución del ingreso. La oferta de dinero es controlada por la autoridad monetaria que contrae y expande el monto de efectivo disponible de reserva para los bancos. Estos últimos crean dinero a través de depósitos contra sí mismos que son aceptados ampliamente como medio de pago. El dinero bancario es simplemente un reconocimiento de deuda, que se utiliza como dinero circulante propiamente dicho para liquidar transacciones (Keynes, 1936).

Generalmente, el proceso de creación de dinero bancario se presenta cuando un agente demanda dinero del banco, que conduce al otorgamiento de un préstamo, lo que representa la deuda del prestatario en cuyo nombre se emiten depósitos bancarios que vía contrato está obligado a saldar. Cuando existe la necesidad de mantener reservas en el Banco Central, la creación de dinero (y la actividad bancaria) se expande o se contrae con respecto al nivel de reservas poseídas, así, cuando la creación de dinero hace descender el nivel de reservas, el banco tendrá que reducir el ritmo de esta actividad, y al contrario, si las reservas exceden la creación de dinero la actividad aumenta. (Keynes, 1936).

Para Keynes, existen tres posibles razones por las cuales los agentes pueden demandar dinero. La primera de ellas es el motivo transacción, es decir, la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes personales y de negocios, el segundo corresponde al motivo precaución, dado por el deseo de seguridad respecto al futuro de cierta parte de los recursos totales en efectivo, y finalmente está el motivo especulación, correspondiente al propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo (Keynes, 1936).<sup>1</sup> Este último motivo depende de la tasa de interés y es el que provoca inestabilidad en la demanda de dinero.

---

<sup>1</sup> El análisis de la demanda de dinero por especulación sobre activos financieros se desarrolla y formaliza por primera vez en los años veinte, con los ensayos de Fredrick Lavington (otro economista de Cambridge y colega de Keynes en la Secretaría de Hacienda). El *Treatise* de Keynes lo incorpora en su análisis, marcando una clara diferencia con el *Tract on Monetary Reform* de 1923.

Respecto a la tasa de interés, es definida por Keynes como “la recompensa por desprenderse de la liquidez, es una medida de la renuncia de quienes poseen dinero a desprenderse del poder líquido que da” (Keynes, 1936: 146), esta visión difiere de la postura neoclásica que considera que la tasa de interés es la recompensa obtenida por los ahorradores por abstenerse de consumir. El mismo Keynes aceptaba esta visión en el *Treatise*, donde la tasa de interés debe ser al mismo tiempo la recompensa por desprenderse de la liquidez y la recompensa por el ahorro. En la Teoría General la segunda recompensa desaparece, porque Keynes abandona la teoría neoclásica de la distribución y, por ende, la tasa natural de interés (Panico, 1988).

En su nuevo enfoque analítico Keynes distingue entre la tasa de interés de mercado y una tasa de interés *promedio* diferente a la tasa de interés natural. La tasa de interés de mercado se determina por la preferencia por la liquidez, con la oferta monetaria dada. La preferencia por la liquidez es la cantidad de dinero que las personas desean mantener atesorado o en instrumentos financieros y se ve afectada principalmente por la incertidumbre respecto al futuro. De acuerdo a sus expectativas, los ahorradores decidirán mantener determinadas cantidades de títulos financieros o saldos monetarios. Si se espera que a futuro la tasa de interés suba, los agentes preferirán mantener mayor liquidez en el presente debido al motivo especulación. La demanda de dinero se puede expresar mediante la siguiente ecuación:

$$M = L(r) \qquad \text{Ecuación 1.4}$$

Donde M es la cantidad de dinero, L la preferencia por la liquidez, y r es la tasa de interés real.

De este modo, si se presentan importantes fluctuaciones en el mercado de valores, se afectan las expectativas de los inversionistas, alterando la preferencia por la liquidez y por lo tanto la tasa de interés.

Por otro lado está el análisis de la tasa de interés *promedio*. La autoridad monetaria busca estabilizar la tasa de interés de mercado a un cierto nivel que considera el

nivel *promedio o normal*. La determinación de esta tasa depende de cómo se interpretan las elecciones del Banco Central y de su credibilidad. “El punto central de su nuevo análisis era establecer el carácter histórico-convencional en la determinación de esta tasa” (Pánico, 1988:128).

Este planteamiento es contrario a la teoría neoclásica, según la cual la tasa de interés real está determinada por el precio al cual se igualan la oferta y demanda de fondos prestables con un ingreso real dado, que corresponde al nivel de ingreso de pleno empleo.

### **1.3.2 Mercado de capitales e intermediarios financieros.**

Keynes cuestiona la estabilidad del mercado financiero planteada por los clásicos, debido a que existe incertidumbre. Según el autor, nuestro conocimiento de los factores que afectan los rendimientos futuros de las inversiones son insuficientes, por lo tanto el cálculo de los rendimientos probables es precario (Keynes, 1936). Debido a este desconocimiento, no se puede asegurar que los mercados sean eficientes, sino que existen elementos desestabilizadores.

Cuando los ahorradores tienen incertidumbre respecto a la tasa de interés futura, pueden preferir mantener sus ahorros en saldos monetarios, es decir, pueden aumentar su preferencia por la liquidez, lo que disminuye la cantidad de ahorro de las familias que se canaliza hacia el mercado financiero. Incluso puede presentarse un momento en el que los agentes prefieran mantener todo su ahorro líquido, cuando las tasas de interés han caído en un punto muy bajo y las expectativas respecto al desempeño de la economía son desfavorables, en este caso, la actividad en el mercado financiero quedaría paralizada. “los términos de la oferta de financiamiento requerido por la inversión *ex ante* dependen del estado existente de las preferencias por la liquidez (...) en conjunto con la oferta monetaria determinada por la políticas del sistema bancario” (Keynes, 1937:217).

Keynes señala que el financiamiento determina la inversión que crea su propio ahorro. La inversión es financiada con crédito bancario que amplía la producción y la inversión que incrementa el ahorro (multiplicador del ingreso) (Levy, 2001) y dado que la propensión marginal a consumir es menor a uno, un mayor nivel de ingreso genera mayor ahorro.

La inversión necesaria para aumentar el ingreso se llevará a cabo siempre y cuando haya liquidez que la financie, entonces, la generación de liquidez se vuelve clave en el proceso de producción. Esta liquidez se provee, no por el ahorro de agentes superavitarios, sino por el crédito bancario que es creado a partir de los movimientos de balance de los bancos. Este crédito se anula a través de un fondo revolvente, donde la inversión ex ante se debe anular con el ahorro ex post. En el mercado financiero, las empresas transformarán sus deudas de corto plazo en deudas de largo plazo, mediante la emisión de títulos que las instituciones financieras no bancarias adquieren gracias al fondeo de recursos que llevan a cabo entre los inversionistas individuales. De esta manera, se cancelan los créditos bancarios en el mismo periodo, y la deuda de largo plazo remanente podrá ser pagada con los rendimientos de la inversión. En otras palabras, el financiamiento que otorgan los intermediarios financieros no bancarios permite que los rendimientos de la inversión financien la misma inversión.

Keynes considera necesario un mercado de valores desarrollado para generar la liquidez que requieren las empresas para su financiamiento, a pesar de que en este espacio también predomina el comportamiento especulativo de los inversionistas profesionales que procurarán predecir la tasa de interés futura, buscando ganancias financieras. La incertidumbre hace que un cambio en la noticias pueda generar variaciones en la tasa de interés y en los precios de las acciones, lo que conduce a la inestabilidad. Este tema es retomado y desarrollado por Minsky en su Hipótesis de Inestabilidad Financiera, que se analiza en el siguiente apartado.

### **1.3.3 La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky**

Minsky retoma la idea de Keynes de que en los mercados financieros predomina la actitud especulativa, donde se busca más la ganancia por el movimiento de los precios de las acciones, que por los rendimientos que una acción pueda tener en el largo plazo. Pero señala que Keynes no tomó en cuenta que ésta especulación afecta el precio de los títulos financieros. Para Minsky, en una economía con relaciones financieras complejas y desarrolladas, en la demanda de dinero por transacciones deben incluirse los compromisos de pago de efectivo especificados en instrumentos financieros y la adquisición, venta y financiamiento de posiciones en activos. (Minsky, 1975).

En una economía capitalista, las decisiones de inversión se conforman de dos aspectos, por un lado, qué títulos adquirir, y por el otro, cómo financiar la compra de estos títulos. Una vez conformado el portafolio, los activos y los pasivos dan lugar a una secuencia de flujos de efectivo previstos, esto es, a cobros o pagos de efectivo. (Minsky, 1975) que a la postre dará lugar a la naturaleza cíclica de los mercados financieros. La teoría de los ciclos financieros de Minsky lo lleva a afirmar que los mercados financieros son inherentemente inestables.

En un primer momento existen negociaciones entre banqueros y empresarios que dan como resultado el intercambio de deudas en el presente por promesas de pago en el futuro. Durante la negociación, el prestatario debe demostrar que tiene una actividad que le permite tener un flujo de dinero. En épocas de confianza, los banqueros creerán fácilmente en la capacidad de los prestatarios de generar flujos de efectivo y estarán dispuestos a aumentar el crédito, así como las empresas aceptarán el aumento en su pasivo, considerando que sus inversiones serán más rentables que el precio a pagar por los créditos.

Durante un periodo, las empresas mejorarán sus rendimientos y por ende el precio de sus acciones crecerá, por lo que los hogares y las instituciones financieras no bancarias también contraerán deudas para comprar estas acciones, esperando obtener una ganancia. “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).

El periodo de confianza se convierte en un periodo de auge ya que las empresas aumentan sus inversiones financiadas por deuda, y recortan su efectivo y su posesión de activos líquidos en relación con sus pasivos. Los bancos incrementan los préstamos otorgados a través de la posesión de valores, especialmente deuda pública, generando un aumento en las tasas de interés que paradójicamente va acompañado de mayor demanda de créditos. Esto es así porque la demanda por los créditos está dada por las expectativas positivas de rendimientos sobre la inversión, que son independientes del valor de la tasa de interés

Sin embargo, a pesar de estas expectativas positivas, la seguridad de los flujos de efectivo para hacer frente a los pasivos no está garantizada, por lo que puede suceder que los empresarios no obtengan ganancias suficientes y tengan que recurrir a préstamos de corto plazo para hacer frente a sus obligaciones previas. “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: 135).

A lo largo del ciclo de expansión pueden ocurrir eventos que afecten la generación de ganancias, conduciendo a un colapso en la inversión, si esto sucede en un momento en el que la mayoría de las empresas habían adquirido deudas, la carga de la deuda aumenta y el precio de los activos se reduce debido a que las empresas ponen a la venta acciones para financiarse, aumentando su oferta mientras su demanda está decreciendo. Ante la nueva situación, las expectativas se vuelven pesimistas y se crea un entorno de incertidumbre, por lo que la disposición de los bancos para financiar inversiones se reduce, es decir, los colchones de seguridad que se habían relajado comienzan a aumentar.



A medida que la carga de la deuda se hace más pesada, generalmente por aumentos en la tasa de interés, se van adquiriendo préstamos para cubrir las obligaciones anteriores. En este punto las unidades cubiertas, es decir, aquellas que podían cubrir tanto el capital como los intereses con los resultados de su operación, tienden a convertirse en especulativas. Las especulativas, que deben solicitar préstamos para cubrir el pago de capital, corren el riesgo de convertirse en unidades Ponzi, y estas a su vez se encuentran impedidas para hacer frente a los pagos de intereses y capital.

Cuando aumenta la cantidad de unidades especulativas y Ponzi en la economía, el sistema financiero se hace frágil, la capacidad de generación de riqueza de las empresas disminuye y la obtención de financiamiento resulta difícil, por lo que se caerá la producción y aumentará el desempleo, llegando así a una etapa de crisis, que se puede agravar si no hay una intervención gubernamental que evite la venta masiva de activos que desencadene una deflación (Minsky, 1986).

Una vez que se llevan a cabo las medidas para revertir el ciclo y los agentes aumentan su aversión al riesgo, las posiciones financieras se restauran y se menguan las repercusiones de la deflación de la deuda. Gradualmente se van generando condiciones para realizar nuevas inversiones y retornar al escenario de confianza. De este modo, la economía cumple con un ciclo que según Minsky es endógeno: los periodos de estabilidad son los que generan inestabilidad y por lo tanto la inestabilidad la considera inherente al modelo de producción capitalista. (Minsky, 1986).

#### **1.3.4 Teoría de inflación financiera.**

Tanto las instituciones bancarias como las no bancarias tienen un comportamiento especulativo que reflejan en el mercado de capitales. La especulación se refleja en la composición de las hojas de balance, a partir de la cual se puede identificar la

probabilidad de repago. Las inversiones de capital que permiten la generación de ingresos en el lado de los activos, son financiadas con la emisión de deuda que genera obligaciones de pago en el lado de los pasivos (Kregel, 2004). De acuerdo a la relación entre dividendos, intereses, compromisos de pago y generación de efectivo, se pueden clasificar los perfiles de repago de las instituciones y determinar su grado de especulación.

Desde el punto de vista de los prestamistas, deben tener en cuenta las hojas de balance para identificar el momento en el que aquellos activos que se consideraban de un valor positivo pasan a no tener ningún valor, y pueden comenzar a afectar las ganancias y posteriormente el capital, para detener el otorgamiento de préstamos.

Los intermediarios financieros son los encargados de conciliar las preferencias de los depositantes y de los prestatarios mediante la emisión de instrumentos cuyos vencimientos se acomoden a ambos, en este caso, de corto plazo para los depositantes y de largo plazo para los prestatarios; la segunda función es la creación de liquidez. Por lo general, los intermediarios bancarios emiten financiamiento de corto plazo a las empresas, y éstas a su vez buscarán refinanciar sus deudas para llevarlas a un plazo más largo. Esto es posible por la existencia del mercado de valores, especialmente del mercado secundario, que brinda la suficiente liquidez a través de los intermediarios financieros no bancarios para impulsar la adquisición de valores de largo plazo.

Por lo tanto, la liquidez proporcionada por las instituciones financieras que operan en el mercado secundario, es la que proporciona la transformación de los vencimientos, de los activos relativamente líquidos a corto plazo demandados por el público hacia la fuente permanente de financiamiento requerida por las empresas. Para lograr la liquidez, la innovación es un rasgo característico de las instituciones no bancarias en el capitalismo moderno y se ha expresado de diferentes formas, entre las más importantes en la actualidad se encuentra la titulización y las operaciones de reporto.

Gracias a la innovación financiera, las operaciones de crédito se llevan a cabo sin financiar ninguna actividad económica real. La innovación financiera es el avance de crédito para comprar activos, tales como tierra y viviendas (pero posteriormente también instrumentos financieros), en la que anteriormente no existía un mercado. Una vez que el crédito puede ser utilizado para comprar un activo, ese activo también puede ser utilizado como garantía contra préstamos en el futuro” (Toporowski & Michell 2013).

En un ambiente de desregulación financiera e innovación, se propicia un importante flujo de dinero hacia las instituciones financieras no bancarias que adquieren valores financieros, provocando un auge financiero prolongado y a su vez un sistema financiero más amplio y por encima de las necesidades del sector real. Cuando la demanda por valores financieros excede la cantidad de dinero que compradores y vendedores están preparados a retirar del mercado, los precios de esos valores financieros suben. Adicionalmente, cuando los precios aumentan, la demanda de títulos sube en lugar de caer porque están acompañados por una demanda especulativa de activos, la cual genera ganancias al capital (Toporowski, 1993).

Debido a que hay una gran demanda de acciones, las corporaciones se ven incentivadas a emitir capital en exceso. En el pasado esto se veía acotado porque había una mayor cantidad de accionistas entre los cuales repartir los dividendos. Sin embargo, en la actualidad los principales accionistas son inversionistas institucionales que tienen un portafolio muy diversificado y su principal interés es obtener una ganancia financiera, dejando de lado el funcionamiento corriente de la empresa.

Con un exceso de capital en el mercado de capitales, los préstamos bancarios se ven desplazados por financiamiento de largo plazo, que gracias al excedente existente resulta más barato. Las instituciones financieras no bancarias encargadas de llevar a cabo esta profundización experimentan un auge, cuyos mejores ejemplos son los centros financieros de Wall Street y la City de Londres, donde las actividades no bancarias han adquirido un tamaño considerable en relación al tamaño de la economía. Además, las innovaciones que llevan a cabo van un paso más adelante

de la reglamentación que pudiera existir una vez detectadas prácticas financieras riesgosas para la estabilidad del sistema en su conjunto.

Cuando el capital en exceso no ha sido usado para reducir deuda, se emplea para comprar activos financieros de corto plazo, o para comprar y vender empresas. Por esta razón desde 1980 ha tenido lugar una gran cantidad de fusiones, adquisiciones y re-estructuraciones de las hojas de balances. Ello se conoce como financiamiento corporativo. (Toporowski, 1993)

Siendo el financiamiento en el mercado de capitales una opción más barata, las empresas empezaron a preferirlo sobre el financiamiento bancario, lo que provocó que los bancos se vieran obligados a comprar las deudas corporativas de manera indirecta en el mercado de capitales, reduciendo su margen de ganancia. Ante esta situación, la alternativa de los bancos fue prestar a agentes más riesgosos que antes no habían sido tomado en cuenta como las familias que, teóricamente, eran el agente superavitario que financiaba a las empresas.

De manera paralela, los bancos intentaron transferir su riesgo a través de instituciones financieras no bancarias a las que les vendían sus activos y que no estaban sujetas a la regulación tradicional. Así, empezaron a proliferar entidades y actividades financieras no bancarias conocida también como banca en la sombra. El efecto más ilustrativo de este fenómeno fue la crisis inmobiliaria de 2008 que puso en evidencia la fragilidad bancaria y del sistema financiero a la que había llevado tanto la inflación financiera, como las actividades financieras fuera de las hojas de balance de los bancos.

El proceso de inflación financiera tiene un impacto dual incrementando los activos fijos de manera que en el periodo de reducción de los valores financieros se genera estancamiento. Todo este proceso impacta negativamente en el sector real ya que la inversión industrial necesariamente se reduce cuando los recursos se canalizan al sector financiero para mantener alto el precio de los activos financieros.

Debido a esto, es necesario poner atención al comportamiento de los intermediarios financieros, ya que en realidad no tienen incentivos para asegurar sus propias

ganancias. Se requiere evitar que estas instituciones generen una oleada de crédito excesivo aprovechando que una inflación financiera genera una percepción de que las ganancias financieras son un resultado natural de la compra de títulos financieros “adecuados”.

### **1.3.5 La teoría del circuito.**

La teoría del circuito monetario proviene de una corriente post-keynesiana. En esta teoría, la tasa de interés es determinada exógenamente por el Banco Central, por lo que no hay ninguna relación entre la cantidad de dinero y la tasa de interés. Por el contrario, el dinero sí está relacionado con el crédito, la inversión, producción e ingreso, ya que se considera que la existencia de dinero es endógena, debido a que se crea por la acción de los bancos, al otorgar el crédito requerido por las empresas para financiar su producción e inversión inicial (Graziani 1993). Las empresas ocupan el dinero adelantado en la compra de bienes de capital y en el pago de salarios. La deuda bancaria se cancela con el dinero obtenido de la venta de la producción, o a través de la venta de títulos financieros en el mercado de capitales, intercambiando así deuda de corto plazo, con deuda de largo plazo.

El dinero-crédito es la institución económica que determina la jerarquía y la distribución de la riqueza entre los agentes sociales. Para comprender el papel del dinero en la distribución del ingreso, los circuitistas dividen a la sociedad en tres grupos: la banca, los empresarios y los asalariados. Tanto la banca creando dinero, como los empresarios obteniéndolo siempre que sus proyectos sean solventes, son capaces de determinar sus ganancias, mientras que a los asalariados solo corresponde intervenir en la determinación de un salario que se negocia en conjunto con los empresarios al inicio del circuito monetario.

Los circuitistas retoman la distinción que hace Kalecki entre las dos alternativas que tienen los empresarios para financiar su producción. Una de ellas es la emisión de deuda y la otra el financiamiento interno. La emisión de deuda sería suficiente si los

trabajadores gastaran sus ahorros en comprar los valores que emiten las empresas. Sin embargo, esto no siempre es así puesto que algunos trabajadores prefieren mantener parte de su riqueza en depósitos bancarios. Las empresas también pueden obtener ahorro mediante “ahorro forzado”, es decir, a través de una subida en los precios de sus mercancías que los trabajadores se ven forzados a pagar. Este exceso de ingreso por ventas da la oportunidad de pagar a las firmas el crédito concedido por los bancos. Si las empresas son capaces de atraer todo el ahorro de las familias hacia el mercado de capitales las firmas estarán en posición de retirar enteramente sus deudas del sistema bancario (Seccareccia, 2012). Esta capacidad de las empresas conduce a cerrar el circuito monetario.

No obstante, pueden aparecer dificultades para cerrar el circuito financiero. La más ilustrativa es que los trabajadores tengan parte de sus ahorros como depósitos bancarios, lo cual refleja la parte de la deuda que las empresas no han pagado a los bancos y que les generará pago de intereses, lo que significa una transferencia de ganancias reales hacia el sector bancario. “la decisión de colocar ahorro entre depósitos bancarios y títulos se reduce a la lucha entre la tasa de interés de los depósitos y la tasa de retorno de los valores. La decisión se tomará con base en que la tasa de interés que las firmas ofrecen sobre los títulos sea lo bastante alta para balancear la preferencia por la liquidez de los ahorradores por el motivo especulación” (Graziani, 2003: 119)

Por lo tanto, se presenta una competencia entre empresas y bancos por captar el ahorro de los hogares. Entonces, las empresas deben hacer más atractivos sus valores, lo que implica mayores rendimientos y liquidez. Para esto, se requiere contar con mercados de capitales desarrollados. Son los intermediarios financieros no bancarios los encargados de darle profundidad y dinamismo al mercado de valores mediante la conversión de plazos y la generación de liquidez de activos ilíquidos.

Asimismo, Bossone (2001) destaca la importancia de los intermediarios financieros no bancarios en el cierre del circuito. Destaca que se ha puesto mucho énfasis en el papel del sistema bancario como generador de los créditos que se avanzan a las

empresas en el inicio del circuito, pero también es muy importante la tarea de los intermediarios no bancarios en el cierre, al recolectar el ahorro de los agentes individuales para llevarlo al sistema financiero. Estos intermediarios pueden optar por no canalizar todo el ahorro a valores de largo plazo, ya sea porque escojan deliberadamente no proveer más fondos de los que tiene disponibles o porque los ahorradores prefieren demandar depósitos bancarios en vez de activos menos líquidos. Esta preferencia está en función del riesgo que están dispuestos a aceptar (Bossone, 2001). Una vez más, se concluye que con incertidumbre, la aversión al riesgo provocará que los mercados financieros sean inestables y presenten dificultades para financiar la actividad productiva.

## 1.4 CONCLUSIONES

Existen importantes diferencias entre las teorías neoclásica y keynesiana en la comprensión del dinero y la tasa de interés y su efecto en la economía, mientras para los primeros el dinero es neutral y su cantidad no afecta a las variables reales, para las teorías keynesiana y post keynesiana la política monetaria puede ser usada para acelerar el crecimiento, ya que podría ocasionar cambios en la inversión, el empleo y las demás variables reales.

Los neoclásicos afirman que la tasa de interés es una recompensa a la frugalidad de los ahorradores y está determinada por la oferta y demanda de fondos, Keynes, en cambio, sostiene que es el precio pagado a los ahorradores por desprenderse de su liquidez y depende de la preferencia por la liquidez y la oferta monetaria. Los post keynesianos, por su parte, afirman que la tasa de interés es determinada exógenamente por el banco central.

Respecto al funcionamiento del mercado financiero, los neoclásicos afirman que es eficiente y las ganancias extraordinarias son únicamente resultado del azar, esto implica que mientras haya información perfecta, los recursos se colocan de manera eficiente y el mercado se autoregula. Por el contrario, desde la visión keynesiana y

post keynesiana y circuitista, el mercado financiero es un espacio sujeto a especulación que puede desencadenar inflación de los precios de los activos más allá de su valor real, ganancias extraordinarias e inestabilidad.

La evidencia empírica de inestabilidad y crisis recurrentes en el sistema financiero internacional de las últimas décadas nos conduce a hacer un análisis del papel de los intermediarios no bancarios desde el enfoque heterodoxo.

La teoría del circuito señala la importancia de los intermediarios financieros bancarios como proveedores de la liquidez inicial con la que inicia el proceso de producción. Asimismo señalan que los intermediarios no bancarios son los encargados de recolectar el ingreso no consumido para llevarlo nuevamente al circuito vía la compra de títulos de largo plazo en el mercado de valores. De la eficiencia con la que lleven a cabo esta tarea depende la profundidad del sistema financiero, y la capacidad de las empresas de lograr su fondeo de largo plazo.



## CAPÍTULO 2. EVOLUCIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS NO BANCARIAS EN UN CONTEXTO DE FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA.

### 2.1 INTRODUCCIÓN.

En la época posterior a la Segunda Guerra Mundial, un conjunto de regulaciones acotaban a la banca comercial y al sistema financiero en general, de tal manera que la economía funcionaba de forma cercana a como lo establece la teoría tradicional del Circuito Monetario, es decir, las empresas solicitaban financiamiento a los bancos para llevar a cabo sus planes de inversión, y posteriormente pagaban las deudas contraídas cuando recuperan los recursos, ya sea en forma de beneficios o a través de la venta de títulos en el mercado de capitales.

Sin embargo, después de la década de 1980 se ha generado un cambio en el entorno económico, y se ha entrado a una fase que ha sido llamada capitalismo hiperfinanciero (Seccareccia, 2014) o financiarización. En esta etapa el mercado de capitales ha adquirido un papel mucho más activo, permitiendo nuevas formas de financiación para las empresas y el surgimiento y desarrollo de instituciones financieras no bancarias.

La importancia creciente que han adquirido las instituciones financieras no bancarias en el sistema financiero obedece a tres factores: por un lado, la desregulación permitió el incremento y diversificación de sus actividades, además, la innovación dada principalmente a través de nuevos instrumentos y el uso de tecnologías informáticas hizo posible la creación de formas de obtener rendimientos que antes no existían, y en tercer lugar los bajos rendimientos de las actividades productivas obligaron a las corporaciones a buscar formas de mantener sus ganancias en el sector financiero.

El cambio en la política económica en la era neoliberal que comienza en la década de los ochentas exigió que el mercado de capitales gozara de alta liquidez, para lo

cual era necesario relajar la regulación que se generó en el sistema financiero posterior a la gran depresión de 1929 y liberalizar los flujos de capitales entre las economías alrededor del mundo. Son las instituciones financieras no bancarias, como los fondos de pensión, compañías aseguradoras y fondos de inversión, además de los propios bancos y empresas, las que dotan de una cantidad creciente de recursos al mercado de capitales. Los grandes inversores institucionales canalizaron recursos del público en general en mayor medida a partir de la década de los 70's cuando hubo un proceso de privatización de actividades que estaban a cargo del estado, como la salud y las pensiones. Así surgieron grandes compañías de pensiones y aseguradoras que buscaban rendimientos financieros e inyectaron liquidez en el mercado.

El objetivo del presente capítulo es analizar el impacto de las instituciones financieras no bancarias en el financiamiento de la inversión en el periodo de financiarización que inicia en la década de los setenta, y para ello se ha sido dividido en seis apartados: el primero es esta introducción, en el segundo se aborda la desregulación en el sistema financiero que permitió la emergencia de nuevas instituciones no bancarias y la evolución de las ya existentes. En el tercer apartado se analiza el proceso de financiarización de la economía y sus implicaciones en intermediarios financieros. En el cuarto se desarrolla la importancia de las innovaciones financieras para generar nuevas actividades no bancarias y la capacidad de estas para a su vez desarrollar nuevas innovaciones. En el quinto se aborda la transformación de las actividades de la banca y la forma en que se ha desdibujado la frontera entre esta y las actividades no bancarias. Por último, se desarrolla la evolución de la intermediación financiera no bancaria de forma más específica analizando por separado a los inversores institucionales, a los fondos de cobertura, a los nonbank banks y a los vehículos de propósito especial que han sido catalogados como banca en la sombra. Finalmente se presentan las conclusiones del capítulo.

## 2.2 DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN FINANCIERA. ACTIVACIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES.

Una de las razones que explican la importancia creciente que han adquirido las instituciones financieras no bancarias en las últimas décadas es el entorno de desregulación que se creó a partir de los cambios en política económica que se dieron desde los años setenta.

La inflación y dificultades financieras que se presentaron en la economía estadounidense entre finales de la década de los sesenta y principios de los setenta fueron resultado de un cambio en el que se pasó de un ambiente con alta intervención por parte del gobierno para evitar el surgimiento de crisis inherentes al sistema durante el periodo de la posguerra, a uno con una regulación cada vez más flexible que permitió el surgimiento de nuevas instituciones y actividades.

Después de la Segunda Guerra Mundial se presenta una economía aparentemente más sólida que la anterior a la gran depresión; de acuerdo con Minsky, esto se explica porque las autoridades e instituciones adoptaron una política de restricciones e intervenciones contraria a la doctrina “laissez faire”, que permitió regular la inestabilidad inherente al sistema capitalista, y por la importancia del Banco Central como prestamista de última instancia (Minsky, 1986). La gran depresión de 1929 que generó un clima de desconfianza en la eficiencia del mercado y la guerra de finales de los años treinta reforzaron la idea de que la intervención pública ayudaba a resolver los problemas de inestabilidad

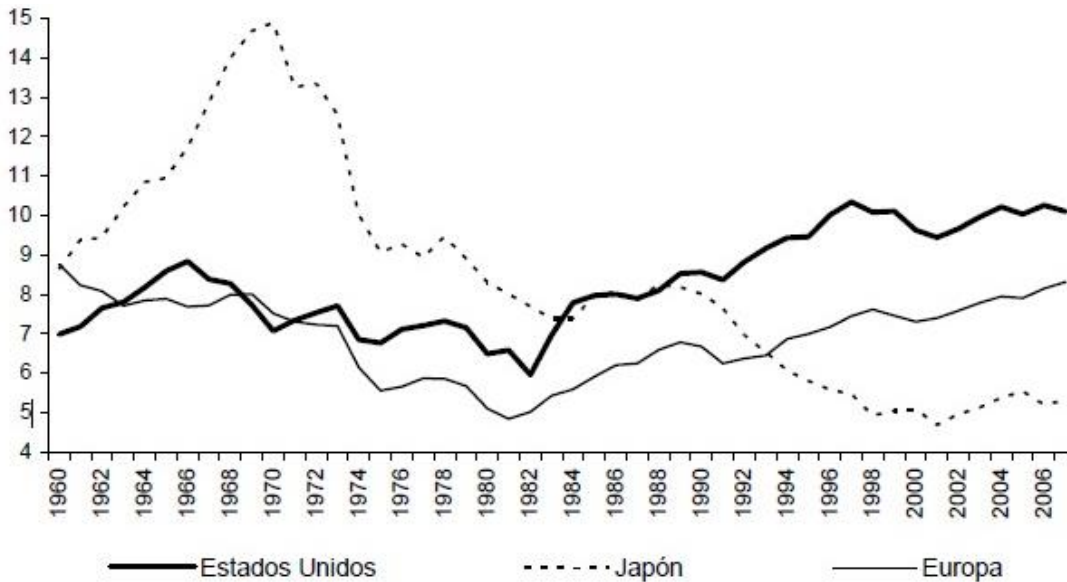
La intervención del gobierno en los años de la posguerra en los Estados Unidos tuvo su origen en el New Deal de 1933 introducido por Roosevelt, que buscó mitigar las consecuencias de la crisis. Este programa controló y limitó el crecimiento de la industria financiera, buscando que concordara con el crecimiento de la economía real. De acuerdo con Kregel (2008), este marco regulatorio atenuaba la propagación de la angustia financiera.

El régimen regulatorio del New Deal fue forjado por las Banking Acts de 1933 y 1935. En esta nueva legislación la regulación a la banca comercial jugaba un papel clave, separando sus actividades de las de la banca de inversión por medio de la Glass Steagall act de 1933, con el objetivo de que los depósitos de los ahorradores estuvieran dirigidos a actividades productivas y de crecimiento. Además, en la Banking Act de 1933 se estipuló la creación de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) que protegía los depósitos. Para White (2009) esta etapa se caracteriza por un gobierno con poca fe en la disciplina de mercado que había guiado al sistema financiero antes de 1929, y se concedió a las autoridades considerables facultades de evaluación y supervisión.

Las reformas de la época de la posguerra tendientes a conseguir estabilidad en el sistema financiero fueron eficaces, pero desencadenó la creencia de que el sistema era robusto y corría menos riesgos que en épocas anteriores, por lo que a partir de la década de los 60's las restricciones se empiezan a relajar y la economía comienza a operar bajo reglas más laxas. Al mismo tiempo, la economía a nivel mundial comenzó a presentar una caída en la tasa de ganancia a inicios de los 70's (Gráfica 2.1) que provocó que las empresas revisaran sus estrategias corporativas en busca de contrarrestar la caída en las utilidades.

Después de casi 20 años de estabilidad, en 1966 empezaron a presentarse dificultades financieras notorias en Estados Unidos, que se repitieron cada vez con más fuerza en 1970, 74-75, 79-80, y 82-83 (Minsky, 1986). Las amenazas no desembocaron en crisis gracias a la intervención gubernamental, sin embargo, dieron paso al periodo conocido como estanflación, caracterizado por los altos niveles de desempleo e inflación.

## Tasa de beneficio en Europa, Estados Unidos y Japón (%) 1960 - 2006



Gráfica 2.1

Fuente: "Liberalización Financiera Internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa" (2008). Medialdea y Álvarez con datos de AMECO"

Ante el intento de las empresas de mantener su ritmo de ganancias a través de nuevas formas de obtener beneficios, en muchas ocasiones burlando la regulación existente y debido al cambio en la dinámica del sistema financiero que se presentó después de la segunda guerra mundial, que incluía nuevas relaciones e instrumentos financieros, se hizo necesario implementar medidas de desregulación (Stockhammer, 2010)

La inestabilidad económica y la fragilidad del sistema financiero crearon la necesidad de llevar a cabo cambios institucionales de fondo, que iniciaron con el rompimiento de Bretton Woods en 1971, que entre otras cosas eliminaba los tipos de cambio fijos, lo que a posteriormente permitiría la especulación con divisas.

Al mismo tiempo que los tipos de cambio se flexibilizaron, las políticas de tasas de interés también cambiaron. En la década de los setenta el Congreso de Estados Unidos, presionado por los bancos que también experimentaban una caída en sus

ganancias, comienza a relajar la regulación Q, la cual desde 1933 establecía que las tasas de interés de los depósitos bancarios debían ser cero. Esta relajación permitió un incremento en las tasas de interés pasivas, generando competencia por los depósitos de los ahorradores, por lo que las instituciones financieras debían buscar inversiones que compensaran el pago de estas tasas de manera que el margen de ganancia no decayera, para lo cual la mejor opción en ese momento eran los bonos corporativos que otorgaban los mejores rendimientos. El aumento en la demanda de los bonos corporativos influyó en un aumento en el volumen de operaciones en los mercados de capitales y generó el incentivo para expandir la oferta de los bonos por encima de las necesidades de producción.

Los cambios presentados en la década de los setenta se intensifican en los ochenta, ante el surgimiento del llamado “neoliberalismo”. En 1981, Ronald Reagan en Estados Unidos y Margaret Thatcher en Reino Unido inician con un programa de medidas que ayudaron a dismantelar la regulación a las instituciones financieras y a liberalizar los flujos de capital. La desregulación apuntó a aliviar la reducción de la productividad del capital, permitiendo la búsqueda de fuentes alternativas de ganancias en los mercados secundarios que, gracias a la liberalización de los capitales, tenían recursos vastos. Dotado de mayor profundidad, el mercado de valores se volvió la opción más rentable para muchos inversionistas, por lo que los recursos empezaron a ir más hacia la búsqueda de ganancias especulativas que a inversiones productivas (Orhangazi, 2008).

Como resultado del nuevo entorno regulatorio y las posibilidades abiertas para diferentes opciones de inversión aparecieron nuevas instituciones financieras que disputaron la distribución de las ganancias, siendo sus principales representantes los bancos, las entidades crediticias especiales, la banca de inversión, las agencias calificadores de riesgos y los inversionistas institucionales. “El sector financiero, particularmente, el bancario, en la lucha por la apropiación de las ganancias, incrementó la emisión de financiamiento en un ambiente de desregulación que desatendió la solvencia de los prestatarios” (Levy, 2010:97).

La actividad bancaria pudo incursionar en actividades que anteriormente le estaban prohibidas o limitadas. En 1986 en Estados Unidos se elimina definitivamente la regulación Q, con lo cual se dejaba a los bancos total libertad para decidir las tasas de interés que se pagarían a los depositantes, así mismo, desaparece la reserva legal que debían tener los bancos en el banco central (Kregel, 2008).

Por otro lado las cajas de ahorro y préstamos fueron las grandes damnificadas de esta década. La desregulación les permitió en 1982, mediante la Garn-St Germain Act ofrecer instrumentos del mercado de dinero que pagaran interés, por lo que pudieron tomar mayores riesgos en busca de conseguir altos retornos que las hicieran solventes. Sin embargo, ante el mantenimiento de las altas tasas de interés que prevalecían en el mercado, hubo quiebras masivas de estas instituciones, por lo que finalmente el estatus de las cajas de ahorro y préstamo fue eliminado (White, 2009).

Por su parte, en las empresas no financieras los ingresos generados en inversiones financieras empezaron a ganar terreno frente a los ingresos derivados de la actividad propia de la empresa. Debido al constante incremento en el precio de los activos financieros, las corporaciones aumentaron su emisión de títulos y con el exceso de liquidez compraron activos financieros que permitieron elevar el valor de la empresa, desplazando a las inversiones en bienes de capital fijo. En el marco de la financiarización adquirieron la posibilidad de diversificar sus actividades y realizar inversiones que no estaban permitidas a los bancos, por lo que empezaron a crecer manejando carteras de activos cada vez más grandes. Al permitirseles realizar inversiones en acciones de las corporaciones que cotizaban en la bolsa paulatinamente se convirtieron en los mayores tenedores de éstas.

La desregulación que tuvo lugar en el sistema financiero fue un proceso que se llevó a cabo de manera paulatina durante de la década de los setenta y ochenta, pero fue en la década de los noventa, cuando la relajación de la regulación fue formalizada a través de nuevas normativas. La Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act de 1991 estableció un nuevo marco regulatorio para proteger el capital bancario, mientras que en 1999 desapareció formalmente la

Glass-Steagall, siendo sustituida por la Gramm-Leach-Bliley Act que removió las barreras que separaban a la banca comercial, la banca de inversión y las instituciones de seguros, dando un marco legal a la Banca Universal.

La desregulación surgió por la necesidad que el nuevo modelo iba generando para obtener y sostener las ganancias y para lo cual se hacía necesario un mercado de capitales profundo y desarrollado que permitiera hacer líquidos todo tipo de valores, y donde la dimensión política tuvo un importante papel. White (2009) apunta de manera especial a las administraciones de Nixon y Reagan, que apoyaron la reducción de la regulación de manera notable, y buscaron limitar el tamaño y alcance del gobierno federal. Panico (2015), retomando el análisis Sraffiano de la evolución de la regulación financiera, sostiene que las actividades de lobby de la industria financiera jugaron un papel importante en la legislación relativa a la regulación, lo que llevó a esta industria a introducir normativas que favorecieron los intereses de este sector al tiempo que disminuyó el poder de control de las autoridades y aumentó el riesgo sistémico.

Gracias a la desregulación del sistema financiero, se fortaleció la estructura financiera basada en el mercado de capitales dirigida por los intermediarios financieros no bancarios. Para poder llevar a cabo esta tarea era necesario el surgimiento de intermediarios financieros especializados, que se encargaran de dotar de liquidez a todo tipo de valores, incluso aquéllos que se consideraban ilíquidos.

La bursatilización y la privatización de empresas fueron abriendo espacios rentables para la expansión de los servicios financieros no bancarios. Así, comienza la creciente afluencia de capitales de corta maduración hacia los mercados emergentes, creciendo de manera extraordinaria desde fines de la década de los ochenta hasta mediados de los noventa. (Correa & Girón, 1998).

Entre los intermediarios financieros no bancarios que surgieron y se desarrollaron gracias a la desregulación se encuentran los grandes inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones y las aseguradoras, los cuales antes del boom de los



servicios financieros tenían restricciones en el monto de acciones corporativas que podían tener en sus portafolios. Antes de la desregulación los fondos de inversión tenían ventaja sobre fondos de pensión y compañías aseguradoras porque podían tener mayores rendimientos al tener acceso a inversiones en acciones y bonos, sin embargo la regulación fue cambiando paulatinamente en favor de estas últimas instituciones. Debido a la inflación que vivía Estados Unidos en la década de los 70, se generaron problemas en las instituciones financieras para manejar sus activos, por lo cual en 1974 la Employee Retirement Income Security Act permitió a los fondos de pensión y a las aseguradoras invertir porciones sustanciales de sus portafolios en acciones corporativas. Con el tiempo fueron ganando participación dentro de éstas, al grado que en algunos casos se convirtieron en accionistas mayoritarios, lo que los dotó de poder para influir en la reorientación de sus objetivos hacia una visión de generar valor para los accionistas en el corto plazo, afectando objetivos de inversión de largo plazo.

La desregulación logró que la intermediación no bancaria ampliara de manera significativa su rango de operaciones y su poder dentro del sistema económico.

## 2.3 FINANCIARIZACIÓN DE LA ECONOMÍA. EL NUEVO CONTEXTO PARA LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS.

La transformación y desarrollo de las actividades financieras no bancarias se da en un contexto de financiarización de la economía, que surge como resultado del proceso de desregulación y liberalización financiera. Para efectos del presente trabajo, el término financiarización se entiende como “el incremento del volumen de las transacciones financieras y los efectos directos o indirectos que estos cambios han tenido en los sectores no financieros” (Stockhammer, 2012: 122). Para Orhangazi (2008), el término, además, está necesariamente ligado con los cambios que han tomado lugar en las relaciones entre el sector no financiero y los mercados financieros.

El proceso de financiarización implica la proliferación de nuevos instrumentos financieros, la liberalización internacional de los flujos de capital, la creciente inestabilidad en los mercados de tipo de cambio, un cambio a un sistema basado en el auge y caída del mercado accionario, la orientación al valor de los accionistas y cambios en la gobernanza corporativa de las empresas no financieras, así como un incremento del acceso al crédito y cambios en el nivel de la tasa de interés real (Stockhammer, 2012)

Al aumentar el volumen de las transacciones financieras el tamaño del sector financiero creció, lo que trajo como consecuencia la transformación de las instituciones financieras. Por un lado, el sector bancario amplió sus actividades más allá de recibir depósitos y prestar dinero, y por el otro, el sector no bancario se dinamizó gracias a la regulación más laxa. El aumento en la profundidad del sistema financiero se acompañó de una diversificación de las instituciones financieras no bancarias cuyo objetivo era apropiarse de una parte creciente de las ganancias financieras, en las cuales, inicialmente, no intervino la banca comercial (Levy, 2010).

Con una cantidad cada vez más grande de recursos en el mercado de capitales, a las empresas no financieras ya no les era imprescindible el financiamiento que otorgaban los bancos, sino que dado el aumento de la demanda de los títulos financieros, les era posible emitir acciones a un costo más bajo que lo que significaban los créditos bancarios. Ante el bajo costo que tenía la emisión de títulos, se empezaron a sobrecapitalizar más allá de sus necesidades de producción con el fin de ocupar el exceso de liquidez para aprovechar las oportunidades de ganancias financieras. En este panorama, las corporaciones dejan de ser deficitarias y pasan a ser superavitarias, siendo fuente de recursos en el mercado de capitales. Así, se empiezan a canalizar recursos al mercado de capitales, provocando paulatinamente inflación de activos financieros y dando paso al auge de las actividades financieras no bancarias encargadas de dar profundidad al sistema.

En este proceso las entidades no financieras adquieren un carácter rentista, ya que pasan de ser deudoras a ser las principales acreedoras

Las corporaciones, al desplazar recursos al sector financiero, invierten menos en el sector real, por lo que la forma de mantener la tasa de beneficios se busca disminuyendo costos, lo que impactó directamente en los salarios de los trabajadores. Con la caída del ingreso, las familias se ven obligadas a sostener su consumo con endeudamiento, por lo que paulatinamente pasan de ser el sector superavitario a ser deficitarios. El incremento de gastos de la clase media se sostuvo mediante préstamos por parte de las corporaciones, que crearon sus propias compañías financieras para mantener la demanda a través del crédito de consumo, alentando así este tipo de intermediación no bancaria (Russell, 2008). Esto va de la mano con el cambio en la orientación de los créditos bancarios, de las corporaciones hacia los hogares, que son agentes mucho más riesgosos.

Esta situación implicó una redistribución del ingreso en contra de los trabajadores y los dirigentes productivos, trasladándose en favor de los dueños de los activos financieros (Toporowski, 2012), durante la etapa de financiarización. Al respecto Panico (2017) señala que si la tasa de crecimiento de los salarios es menor que la tasa de crecimiento del endeudamiento de los trabajadores entonces habrá un cambio en la distribución desfavorable para la participación salarial.

Además, hubo un cambio en la política a partir de los años 80, con el modelo neoliberal, que daba preponderancia a la política monetaria sobre la fiscal, lo que obligó al gobierno a poner límite a los déficits y financiarse cada vez más en el mercado de valores. La demanda por financiamiento de parte del gobierno hizo crecer el mercado de bonos.

La financiarización tuvo efectos también sobre las decisiones de inversión a través de un cambio en la forma de administrar las corporaciones, donde adquiere importancia la teoría de la agencia en la cual el principal objetivo del manejo empresarial es generar valor para los tenedores de acciones (Lazonick & O'Sullivan, 2000). Con una más alta orientación hacia los accionistas, Hein (2009) señala que es de esperarse dos cosas: imposición por parte de los tenedores de acciones de una tasa más alta de pago de dividendos y así una tasa más baja de retención de beneficios para financiar la inversión; y que la preferencia de los administradores

por el crecimiento se vea debilitada por esquemas de remuneración basado en beneficios de corto plazo. Con el crecimiento de los inversionistas institucionales tales como los mutual funds, los fondos de pensión y las compañías de seguros como tenedores de acciones, hubo una presión institucional aún mayor para generar valor para los accionistas.

Para Boyer (2000) el aumento en el pago de dividendos juega un rol central en su modelo de crecimiento llevado por las finanzas, ya que esto lleva a un aumento en las ganancias de capital y de rentistas financieros generando una influencia negativa sobre la inversión, pero positiva sobre la capacidad de los hogares para endeudarse. Sin embargo el servicio de la deuda llega a ser una carga sobre la demanda agregada, revirtiéndose los beneficios (Hein, 2009).

La teoría de la agencia encontró apoyo por parte de los grandes inversionistas institucionales que recolectan grandes cantidades de recursos y los colocan en el mercado de valores, presionando por mayores rendimientos. Los inversionistas institucionales habían llegado a ser los tenedores de acciones dominantes en las grandes corporaciones de Estados Unidos y eran los responsables de alrededor de tres cuartas partes de todas las negociaciones en la bolsa (Crotty, 2005).

A finales de los 90's se observaba el importante crecimiento de los fondos de pensiones y los fondos de inversión en el manejo de los ahorros de los hogares. Los fondos de pensiones aumentaron su participación en el stock corporativo de 0,3% en 1945 al 24% en 1997, por su parte, los fondos de inversión aumentaron su participación de 1,5% a 16,2% en el mismo periodo (Lazonick & O Sullivan, 2000).

De acuerdo con Orhangazi (2008), los mercados de capitales dominados por inversores institucionales tienden a infravalorar a las empresas con buenos prospectos de ganancias de largo plazo pero baja rentabilidad actual, lo que desalienta la inversión de largo plazo, así como la investigación y desarrollo, en favor de la generación de dividendos en el corto plazo.

Así, el tamaño de la empresa comenzó a disminuir y las ganancias de los accionistas se buscaban principalmente en los mercados financieros, confirmando el

pensamiento acerca de que la inversión financiera y la inversión productiva son sustitutas. Para Crotty (2005) el incremento en la inversión financiera es una respuesta de las corporaciones no financieras a la baja en los beneficios del sector real y a los altos costos de financiamiento externo que enfrentaron durante los 80's y 90's. En este punto coincide Orhangazi (2008) al afirmar que el desarrollo de las actividades financieras por parte de las corporaciones no financieras refleja el cambio en los objetivos empresariales, la creciente propensión a preferir las ganancias de corto plazo, y los incrementos en el costo de capital. Con el auge de la financiarización, el papel comercial se volvió una opción más barata y se convirtió en la principal fuente de financiamiento. En 1970 el papel comercial representaba solo el 10% de los activos de los bancos comerciales, a finales de los años 90 el porcentaje era del 40% (Russel, 2008).

El proceso de financiarización está inherentemente unido a la desregulación y constituye un escenario propicio para la proliferación y desarrollo de las entidades financieras no bancarias debido a la multiplicidad de actividades que se permiten en el sector financiero, y la necesidad de generar ganancias para los accionistas a través del mercado de capitales, como resultado de la caída en las ganancias propias de las actividades empresariales, aunque esto vaya en detrimento de la inversión en el sector real. No obstante, la creación de productos más líquidos y por lo tanto más atractivos para los inversionistas se hizo posible a través de las innovaciones financieras.

## 2.4 INNOVACIONES FINANCIERAS.

En el sistema financiero posterior a la desregulación, liberalización y globalización financiera, se presentó una serie de nuevos instrumentos e innovaciones financieras que permitieron a las instituciones no bancarias dotar al mercado de valores de la profundidad y liquidez necesaria, por lo cual adquirieron un rol de mayor importancia. La inflación financiera que tenía lugar en este mercado requirió que los

grandes inversionistas institucionales mantuvieran una demanda estable de los valores financieros para que el precio de los activos no cayera.

En muchas ocasiones los nuevos instrumentos y procesos surgieron buscando evadir la regulación existente para obtener mayores ganancias, como se puede observar en el uso de la titulización y los Credit Default Swaps por parte de los bancos para reajustar sus portafolios en respuesta a los requerimientos de capital de los acuerdos de Basilea de 1988<sup>2</sup> y mediante los cuales vendían activos de alto riesgo y aseguraban aquéllos que querían mantener.

Las innovaciones financieras incrementaron las tasas de apalancamiento y surgieron más capas de instituciones financieras que intermediaban entre los bancos y los últimos tenedores de los pasivos bancarios (Minsky, 1986). Dentro de estas innovaciones se desarrollaron instrumentos bursátiles que ofrecían rendimientos superiores y liquidez similar a los depósitos bancarios. Por ejemplo, desde 1971 se crearon los fondos mutuales del mercado de dinero, los cuales consistían en inversiones sin riesgo y que permitían emitir cheques sobre los recursos (Russell, 2008). Estos instrumentos, al no ser operados por instituciones bancarias, no estaban sujetos a la misma regulación, y por lo tanto tenían ventajas sobre los instrumentos tradicionales.

El BIS Basilea clasifica las innovaciones de acuerdo con sus funciones: a) para transferir riesgos de precios b) para transferir riesgo de crédito c) para generar liquidez d) para generar crédito y e) para generar capital. En muchas ocasiones un instrumento sirve para varios de estos propósitos. A continuación se describen las principales innovaciones financieras surgidas a partir de la desregulación de 1970.

**Instrumentos derivados.** Los instrumentos derivados son productos financieros cuyo valor se basa en el precio de otro activo, conocido como subyacente. Los derivados permiten fijar el precio futuro de casi cualquier variable financiera, tales como commodities, divisas, tasas de interés, etc., siendo la contraparte de la

---

<sup>2</sup> Conjunto de recomendaciones que tenían como objetivo fijar un límite para el valor de los créditos que puede conceder una entidad bancaria en función de su capital propio.

transacción la que asume el riesgo de las variaciones entre el precio fijado en el contrato y el precio de contado futuro. El objetivo de estos instrumentos es mantener constantes los precios minimizando el riesgo, sin embargo, el mercado de derivados se volvió fuente de grandes ganancias financieras, y por lo tanto atrajo fue fuente de actividad especulativa, de tal manera que más adelante se convertiría en un agente generador de inestabilidad financiera.

Entre la gama de instrumentos derivados más usuales se encuentran los siguientes:

*Forwards*: son negociaciones en el que se define un acuerdo entre contrapartes, por el cual, ambos se comprometen a intercambiar una cierta cantidad o volumen de un activo en una fecha futura a un precio determinado en el presente.

*Futuros*: son contratos similares a los forwards que se negocian dentro de mercados organizados, que estipulan de forma estandarizada y más transparente las condiciones de los contratos.

*Swaps*: son contratos en los que las contrapartes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de dinero a una fecha futura. Dichos flujos pueden, en un principio, ser función ya sea de los tipos de interés a corto plazo como del valor del índice bursátil o cualquier otra variables. Es utilizado para reducir el costo y el riesgo de financiación de una empresa o para superar las barreras de los mercados financieros. Estos instrumentos se basan en subyacentes como, tasas de interés, divisas, commodities o índices bursátiles.

*Opciones*: son contratos entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un precio de ejercicio al vencimiento.

*Credit Default Swaps (CDS)*: Son probablemente los derivados más comúnmente utilizados, mediante los cuales el comprador realiza una serie de pagos periódicos al vendedor y, a cambio, recibe una cantidad de dinero en caso de que el título que sirve de activo subyacente al contrato sea impagado a su vencimiento o la entidad emisora incurra en suspensión de pagos.

**Titularización.** Ante la capacidad que adquirieron las empresas de financiarse a sí mismas y además proveer de fondos al mercado de valores, los bancos se vieron forzados a reorientar sus préstamos a los hogares, los cuales habían sufrido una disminución de sus ingresos en el contexto de la financiarización. Sin embargo, los hogares eran un prestatario más incierto que las corporaciones, por lo que los bancos necesitaban una forma de distribuir, y en el mejor de los casos, de deshacerse del riesgo, para lo cual utilizaron la titularización.

La titularización consiste en la estructuración y empaquetamiento de activos, de manera que el vendedor ofrece los flujos futuros que generarán dichos activos. Esta innovación financiera, además de ser muy útil para distribuir el riesgo, otorga liquidez a activos que de otra forma serían ilíquidos. Esta innovación se consolida en la década de 1990 apoyada en la expansión de la economía estadounidense, que permitió un aumento en el precio de los bienes raíces que se mantuvo a pesar del fin de la burbuja de las “punto com” y de los ataques terroristas del 2001 (Guillén, 2009).

El propósito inicial de la titularización de los activos era separar el riesgo crediticio de los emisores de créditos, incrementar la liquidez de los activos crediticios y modificar las fuentes de ganancias de las empresas bancarias (Levy, 2010), sin embargo, se convirtió en otra fuente de inestabilidad financiera al trasladar los riesgos privados al conjunto del sistema financiero.

Aunque la titularización se puede hacer con cualquier tipo de flujo futuro que parezca estable y esperado, el empaquetamiento más común en el sistema financiero ha sido el de las carteras de crédito, y particularmente los créditos hipotecarios, que jugaron un papel importante en el desencadenamiento de la crisis de 2008.

En Estados Unidos había un amplio mercado secundario que permitió el crecimiento sustancial de activos titularizados. Primero los mortgage backed security (MBS), que eran valores respaldados por hipotecas exclusivamente, aparecieron como un activo financiero que generaba buenos rendimientos, pero posteriormente se



titularizaba cualquier tipo de crédito y se mezclaban generando los asset backed securities (ABS).

Para obtener liquidez los bancos comenzaron a sacar los activos de sus hojas de balance, al empaquetarlos y venderlos a los Vehículos de Propósito Especial (SPE's), entidades creadas especialmente para crear y distribuir valores respaldados por activos. Los SPE's vendían a su vez estos valores respaldados por activos a Vehículos Especiales de Inversión (SIV's), que mediante complejas innovaciones los convertían en Collateral Debts Obligation (CDO's). Los flujos que generaban los CDO's se estructuraban dividiéndolos en tramos, los tramos senior eran aquellos que recibían el pago de los primeros flujos que se generaban, mientras que los últimos tramos eran aquellos que era posible que no se dieran ya sea por impago o por pago anticipado de las hipotecas. Cada uno de los tramos tenía diferentes retornos dependiendo de su riesgo, y las agencias calificadoras les otorgaban un rating, para finalmente ser vendidos a los inversionistas institucionales a través de los bancos de inversión.

Entre 2002 y 2007 existía un mercado dirigido por la demanda de CDO, que se basaba en una densa red de relaciones entre instituciones, especialmente centrado en la relación entre los fondos de cobertura y los bancos de inversión. Aunque los CDO ofrecían aparentemente una buena solución para el problema del rendimiento que se estaba agudizando, el carácter opaco, de alto riesgo y difícil de negociar de estos productos financieros significó que los fondos de pensiones y de inversión, entre otros inversores institucionales, tuvieron que limitar estrictamente su participación en estos instrumentos y buscar soluciones adicionales al problema del rendimiento. Esto incluyó la colocación de grandes sumas en los fondos de cobertura que, al no estar sujetos a las mismas limitaciones regulatorias y prudenciales que tenían los vehículos de inversión pública, utilizaron una proporción sustancial de estas sumas para comprar grandes cantidades de CDO (Lysandrou, 2012).

Con las innovaciones financieras cambió la forma de operación de los bancos, los cuales obtenían recursos por emitir más créditos gracias a la venta de sus carteras

en el mercado de valores, y a su vez los diversos instrumentos creados permitían aumentar el rendimiento para los inversionistas.

Las innovaciones hacen al sistema de crédito más flexible y responden a las necesidades de prestamistas y deudores, sin embargo, también han desencadenado burbujas de activos, subestimando riesgos y creando un excesivo apalancamiento por lo que se convierten en fuente de inestabilidad que se agudiza con la desregulación. Según Bernanke, la estabilidad y la eficiencia del mercado depende del entendimiento de su funcionamiento con el fin de ajustar las reglas del juego (Bernanke, 2007), es decir, es necesario que haya una regulación que mantenga los intereses de los agentes bajo ciertos límites que no generen un riesgo sistémico.

Las innovaciones financieras y los intermediarios financieros no bancarios adquirieron notable importancia en las economías desarrolladas, sin embargo, en los países en desarrollo como México, la diversificación no se dio de la misma forma, y por el contrario, se debilitó la estructura bancaria (Levy, 2010). En el capítulo 3 se estudia detalladamente el caso de México.

## **2.5 CAMBIO EN LA ESTRUCTURA BANCARIA Y COMPLEMENTARIEDAD CON LA INTERMEDIACIÓN NO BANCARIA.**

Como se mencionó anteriormente, durante la etapa de financiarización la forma de operar y generar ingresos por parte de la banca cambió. En la etapa previa a la financiarización los bancos obtenían sus ingresos de los márgenes de interés relacionados con sus actividades de préstamo y captación de depósitos. Dada la finalidad privada y pública de los bancos y las enormes externalidades derivadas de su actividad clave como creadores de dinero de crédito, estas instituciones fueron siempre fuertemente reguladas por las autoridades públicas, especialmente para prevenir su participación en actividades diferentes a su rol principal, que podrían

poner en peligro la viabilidad del sistema de crédito y del sistema de pagos (Seccareccia, 2012)

Sin embargo, a partir de la financiarización, dada la sobrecapitalización de las corporaciones, el capital adicional se utilizó para reemplazar los préstamos bancarios (Toporowski, 2012). La demanda de crédito para actividades productivas por parte de las empresas disminuyó, al igual que la demanda del gobierno como consecuencia de una reducción en su tamaño, propia de las políticas neoliberales. Esta reducción de la demanda, junto a la competencia por parte de las instituciones no bancarias llevó a una disminución de los activos de los bancos, por lo cual tuvieron que reorientar sus funciones tradicionales hacia los créditos al consumo y a la vivienda, en esta última actividad de la mano de la banca en la sombra.

Con estos cambios estructurales los bancos comerciales se enfrentaban a mayores riesgos debido a la naturaleza de sus nuevos clientes, por lo cual utilizaron el desarrollo del mercado de valores y las innovaciones financieras para dispersar estos riesgos, por lo tanto, los bancos se convirtieron en instituciones creadoras y distribuidoras de crédito, que llevaban a cabo la negociación de títulos públicos y privados y la cobertura de riesgos financieros, lo que a su vez modificó la naturaleza de sus ingresos, ya que obtenían comisiones por la colocación y administración de activos (Kregel, 2008).

Para que los bancos comerciales pudieran llevar a cabo de manera eficiente la titularización de sus activos fue necesario tanto la cooperación de intermediarios financieros no bancarios como el surgimiento de cada vez más innovaciones financieras. Las instituciones no bancarias, a través de las innovaciones financieras, se encargaron de empaquetar y distribuir los créditos que el banco originaba. Las instituciones de la banca en la sombra eran las que llevaban a cabo operaciones fuera de la hoja de balance de los bancos. Estas instituciones eran principalmente las SPE's, los SIV's, y los conduits. A través de estas entidades era posible colateralizar las deudas dos o hasta tres veces y venderlas en el mercado financiero, con algunos inversores eligiendo tener estos derivados CDS's. De esta manera, la banca se fue mezclando con instituciones financieras no bancarias.

La Ley Glass Stegall, que separaba las actividades bancarias de las no bancarias, se fue relajando durante los años ochenta como resultado de la presión de la banca comercial que se iba introduciendo paulatinamente en actividades bursátiles, hasta que desapareció por completo en 1999, dando vía libre a la interacción entre los bancos y las instituciones no bancarias.

La relación entre los bancos y las entidades no bancarias también favorece el crecimiento de estas últimas, según Ben Bernanke “los prestamistas no bancarios se han vuelto cada vez más importantes en muchos mercados de crédito y relativamente pocos prestatarios están restringidos a los bancos como fuentes de crédito. Por supuesto, los prestamistas no bancarios no tienen acceso a los depósitos asegurados. Sin embargo, pueden financiar préstamos mediante otros préstamos en mercados de capitales o vendiendo préstamos a securitizadores”. (Bernanke, citado en Kregel, 2007 p. 17). De esta manera, las entidades no bancarias tienen una gran diversidad de opciones para obtener financiamiento tanto a través de los bancos como fuera de la actividad bancaria.

Este deterioro de la segmentación de las actividades también ha funcionado con las compañías de valores y las compañías de seguros, que se han vinculado con ciertos tipos de instituciones de depósito conocidas como "nonbank banks", entre los que se encuentran los bancos internacionales, los bancos de préstamos industriales, y los bancos de tarjetas de crédito. Además, se han vinculado con unidades de depósito mediante la adquisición de unidades de ahorro y crédito particulares conocidas como "ahorro unitario"<sup>3</sup> (Kregel, 2007).

Por otro lado, incluso las instituciones crediticias semipúblicas como Fannie Mae o Freddie Mac en Estados Unidos aumentaron sus relaciones con las instituciones financieras no bancarias, en el intento de profundizar la actividad de los mercados primario y secundario, poniendo en contacto a los vendedores con los compradores y reteniendo activos hasta lograr el precio deseado (Levy, 2010), para lo cual la

---

<sup>3</sup> Son instituciones que controlan una sola asociación de ahorro y préstamo, las cuales están autorizadas a participar en cualquier tipo de negocio industrial o comercial.

dinamización de la actividad bursátil que se deriva de las acciones de los intermediarios no bancarios resulta bastante útil.

Se puede observar que el cambio en la estructura económica implicó una modificación en la actividad bancaria, llevando a los bancos a relacionarse con las entidades financieras no bancarias con el fin de generar nuevas formas de ganancia, y a su vez impulsando su crecimiento. Con la desregulación y las innovaciones financieras, no sólo los bancos sino también otras instituciones privadas y públicas han podido relacionarse con este tipo de entidades de manera que su papel dentro de los mercados de valores y el sector financiero en general ha adquirido cada vez mayor importancia.

## **2.6 EL NUEVO PAPEL DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS.**

Los intermediarios financieros no bancarios se pueden dividir en grandes inversores institucionales y en otras instituciones y actividades financieras no bancarias, ambas con un papel preponderante en el mercado de valores pero con características diferentes que revisaremos en la presente sección. En primer lugar analizamos las características y evolución de los grandes inversionistas institucionales, conformados por los fondos de pensión, las compañías aseguradoras y los fondos de inversión. Posteriormente, hablaremos de otras instituciones y actividades, como la banca en la sombra, que incluye intermediarios como los vehículos de inversión, los nonbank banks y fondos de cobertura.

### **2.6.1 Inversionistas Institucionales.**

En la etapa de financiarización el gobierno cambió su papel dentro de la economía, caracterizándose por reducir su participación, dando paso al surgimiento de los

fondos de pensiones privados y de las compañías aseguradoras, que junto con los fondos de inversión, son conocidos como los grandes inversionistas institucionales.

Los principales objetivos de los inversores institucionales son: obtener la mayor rentabilidad posible para sus inversionistas, manteniendo buenos niveles de liquidez y de distribución del riesgo. Su eficiencia se puede medir por los rendimientos de corto plazo que generan, y para lograrlo utilizan innovaciones financieras, que generan mayor liquidez en el mercado en el corto plazo.

La desregulación significó una mayor libertad para estas instituciones de invertir en valores e instrumentos más riesgosos que otorgaban mayores rendimientos, bajo la idea de que así se daría un impulso a la actividad industrial (Orhangazi, 2008). El crecimiento de las actividades de los inversores institucionales fue promovido por la eliminación del cobro de comisiones fijas en las transacciones del mercado bursátil. Con la liberalización financiera y la consecuente globalización, los mercados de países emergentes se volvieron atractivos para estos inversores, aprovechando la liquidez y las oportunidades de arbitraje (Correa & Girón, 1998). Sin las restricciones que antes los detenían, los grandes inversores institucionales incrementaron la demanda en el mercado de valores, presionando a la alza el precio de los activos financieros.

En la época posterior a 1980 se ha observado un importante crecimiento en los fondos de pensión. En Estados Unidos, estos fondos representaban el 70.5% del PIB en 1982, mientras que en 2004 ese valor llegó a 182.9%, en Reino Unido su participación en el PIB pasó del 48.8% al 209.3% en el mismo periodo de tiempo (Medialdea y Álvarez, 2008).

La participación de los fondos de pensiones no sólo aumentó como porcentaje del PIB, sino también en relación con el tamaño de los bancos comerciales. En 1974 los recursos de los fondos de pensiones representaban un poco más del 50% de los depósitos de los bancos comerciales en los Estados Unidos. Para 1984 los ahorros mantenidos en los fondos de pensiones superaron los depósitos en los bancos comerciales y para mediados de los años 90 los recursos de los fondos de

pensiones doblaban los depósitos bancarios. De 1982 a 1994 los fondos de pensiones junto a las aseguradoras representaban cerca del 67 % del crecimiento neto de los activos financieros totales de las familias. (Edwards, 1996).

Al mover grandes volúmenes de recursos, los inversores institucionales inyectaron liquidez al mercado de valores. La cantidad de recursos que estas instituciones canalizan al mercado de capitales es mayor a la que sacan del mismo, por la naturaleza del ahorro de largo plazo que captan, provocando la inflación de los títulos. Así, los inversores reorganizaron a escala mundial el ahorro y las pensiones de los hogares, transformándolos en capital con capacidad de valorizarse en la esfera financiera ( (Jacot & Duigou, 2001) citado en (Medialdea & Álvarez, 2008)).

Dada la liquidez del sistema financiero liberalizado, los inversores pueden retirar en cualquier momento grandes posiciones de acciones si las compañías no los recompensan con importantes rendimientos, lo cual significaría grandes impactos para ellas. Esto contribuyó al ya comentado cambio en el modelo de gestión de uno donde los directores de las corporaciones trabajan en favor de sus intereses, a un modelo de gobernanza corporativa enfocado en dar valor a los tenedores de acciones, propio de la teoría de la agencia.

Aunque el tamaño cada vez mayor de los inversores institucionales en el mercado y particularmente en las empresas es evidente, esto no necesariamente implica que su papel ayude al crecimiento económico. Aunque la nueva legislación buscaba promover el financiamiento para fortalecer la actividad industrial, lo que ocurrió fue un influjo hacia valores financieros por encima de las necesidades del mercado, que provocaron un auge financiero prolongado. La demanda de valores financieros por encima de la cantidad que los emisores de títulos estaban dispuestos a retirar provocó un aumento en el valor de los activos financieros.

El exceso de demanda de los títulos que tuvo lugar a partir de los flujos provenientes de los fondos de pensión y aseguradoras impactó de manera directa en las hojas de balance de las corporaciones. Ante el incremento en los precios de los activos financieros en la década de los ochenta las empresas optaron por emitir acciones,

lo cual representaba un bajo costo, y les permitía obtener ganancias no sólo derivadas de la obtención de dividendos sino también por los rendimientos de capital pagados por los compradores en el mercado accionario (Toporowski, 2010).

La inflación del mercado financiero permitió que las deudas se cancelen mediante ganancias de capital. Este mecanismo de amortización funciona, siempre y cuando, el sistema de crédito sea alimentando por crecientes créditos que faciliten la venta de activos que se utilizan para repagar las deudas. Cuando el proceso de inflación se detiene la liquidez del mercado colapsa y ocurre una deflación por deuda, en estos mercados hay fragilidad financiera pues no hay un mecanismo que asegure que fluya suficiente crédito hacia el mercado.

### **2.6.2 Otras actividades no bancarias.**

Dentro de las actividades no bancarias se encuentran aquéllas que si bien no mueven el mismo volumen de recursos que los inversores institucionales, se especializan en ciertos sectores de financiamiento y se vuelven importantes para los mismos.

La Banca en la Sombra es un término ambiguo; el Financial Stability Board (FSB) ha sugerido la siguiente definición “la banca en la sombra es un sistema de intermediación del crédito que involucra entidades y actividades fuera del sistema bancario regulado” y agrega que “la porción de la banca en la sombra que merece más atención por parte de las autoridades puede ser definida como: un sistema de intermediación crediticia que involucra entidades y actividades fuera del sector regulado y que incrementa 1) el riesgo del sistema en particular por sus actividades de transformación de vencimientos, y 2) preocupación por el arbitraje regulatorio” (Financial Stability Board , 2012).

Para Esther Parramón por su parte, la shadow banking engloba todas las actividades de intermediación financiera que no están reguladas o tienen menos regulación que los bancos. Dentro de esta definición quedarían englobadas las



compañías financieras, fondos de cobertura, los fondos de inversión, entidades que realizan actividades de titularización, los mercados de repos y los money market funds. Considerándola así señala que la banca en la sombra supone entre el 25% y el 30% del sistema financiero total a nivel internacional (Parramón, 2013).

Lysandrou y Nesvetailova (2015) rechazan la definición del FSB debido a que deja de lado la explicación de la naturaleza de la banca en la sombra para concentrarse sólo en los riesgos que la caracterizan, y propone la siguiente: “el sistema de banca en la sombra es una intermediación del crédito desregulada con operaciones fuera de las hojas de balance de los bancos y con actividades de transformación de madurez y liquidez conducidas por entidades propiedad de los bancos o patrocinadas por ellos en el mercado de capitales y de dinero con el objetivo principal de expandir la tasa de producción de títulos con los rendimientos requeridos por la comunidad inversora global” (Lysandrou & Nesvetialova, 2014) Podríamos agregar que aparte de la transformación de vencimientos y de liquidez, es generalmente aceptado que otras dos actividades importantes de la banca en la sombra son el apalancamiento para adquirir activos fijos y la transferencia del riesgo del crédito.

Siguiendo esta definición, se pueden incluir como instituciones de banca en la sombra los vehículos de propósito especial (SIV's), las entidades de propósito especial (SPE's) y los conduits, todos ellos relacionados con la originación y distribución de CDO's.

**Vehículos de inversión estructurados (SIV).** Los SIV son entidades a través de las cuales se puede obtener financiamiento mediante la emisión de títulos de corto plazo y posteriormente prestar ese dinero mediante de la compra de activos de largo plazo con mayor interés. En estos vehículos estructurados, los ingresos se determinan por la diferencia entre la tasa de interés del mercado monetario a corto plazo y las tasas de interés más altas de los valores hipotecarios, de tal manera que la forma de obtención de ganancias de los bancos a través de los márgenes de interés se presenta nuevamente, pero esta vez fuera del balance de los mismos bancos (Kregel, 2008).

**Entidades de propósito especial (SPE's).** Las SPE's son entidades subsidiarias que se crean solamente para una transacción financiera o una serie particular de transacciones. La estructura financiera y regulación de estas entidades hace que sus obligaciones sean seguras incluso si la compañía de la que es subsidiaria incurre en crisis, por lo cual se utilizan generalmente para aislar el riesgo financiero de la compañía, aunque también son útiles para esconder deudas, propiedad y relaciones entre las entidades.

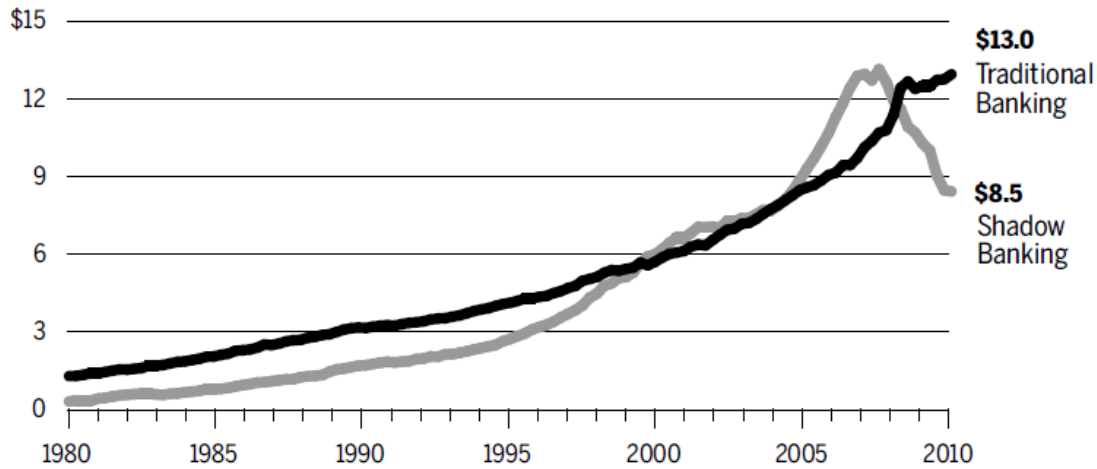
**Conduits.** Los conduits son entidades que llevan a cabo una actividad de financiación a corto plazo e inversión a largo plazo sin disponer de recursos propios ni de una línea de liquidez con la banca central. A diferencia de los SIV, los conduits disponen de líneas de liquidez con los bancos que los promueven.

La banca en la sombra ha adquirido una notable importancia en los inicios del siglo XXI, a tal grado que se encontró en el centro de la gran recesión de 2008, debido a que la transformación de créditos y vencimientos que se daba dentro de estas instituciones contribuyó a la apreciación de los activos de bienes inmobiliarios y comerciales previo a la crisis. El siguiente gráfico muestra el tamaño de la banca en la sombra en los Estados Unidos y permite observar que su volumen pasó de ser muy poco significativo en 1980, a más de 12 trillones de dólares en 2007, para presentar una caída después de la crisis subprime.

El crecimiento de la banca en la sombra se explica por la presión de los inversores institucionales, principalmente por intermediación de los fondos de cobertura, por activos con mayores rendimientos (Lysandrou, 2012) lo que obligó a los SPE's y SIV's a ofertar cada vez más títulos financieros procedentes de la titularización, con activos reales y financieros como colaterales.

## Sistema tradicional y banca en la sombra en Estados Unidos 1980 – 2010.

(Trillones de dólares)



Gráfica 2.2

Fuente: The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. (2014) Lysandrou y Nesvetailova.

**Non bank banks.** Los Non Bank Banks son instituciones que no se pueden considerar completamente bancarias debido a que no ofrecen los dos servicios que definen la actividad de los bancos, es decir, realizar préstamos y captar depósitos. Estas instituciones se caracterizaron por hacer sólo una de las dos actividades, pero no ambas. En México estas organizaciones tienen su similar en las SOFOLES desde su aparición en 1994, cuya función es la especialización en créditos a sectores específicos como el automotriz, el agropecuario, la vivienda, etc.

Los nonbank banks surgieron en Estados Unidos como un intento de evadir la regulación establecida en la Glass-Steagall Act, ya que al no realizar una de las dos actividades bancarias no se pueden considerar bancos y por lo tanto no están sujetos a la misma regulación y restricciones que estos enfrentaban.

Los nonbank banks que aceptan depósitos surgen como competencia a los bancos comerciales por la captación de fondos del público, al pagar mayores tasas de interés a los depositantes que los bancos comerciales y que estos en un principio

no podían igualar debido a las restricciones que les imponía la regulación Q, que establecía techos a las tasas de interés. Esto haría que los bancos presionaran para que hubiera desregulación en las tasas de interés con el fin de poder competir en la captación de depósitos. Por otro lado, se encuentran los nonbank banks que hacen préstamos comerciales pero que no aceptan depósitos sino que se fondean ya sea en el mercado de valores, o a través de recursos que les otorgan compañías no financieras de quienes fungen como brazos financieros.

Con el cambio en la definición de las actividades bancarias, los nonbank banks enfrentaron la misma regulación que los bancos, y al mismo tiempo obtuvieron importantes ventajas como el seguro para depósitos a nivel federal otorgado por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), que significó la posibilidad de ser rescatados en caso de dificultades, elevando el riesgo moral de estas instituciones, además, adquirieron acceso al sistema de pagos comerciales, que otorga la capacidad de liquidar transacciones a través de cuentas en la FED; y transferir fondos a través de la Fedwire y del sistema de pagos privado para liquidar transacciones sin la intermediación de un banco (Blanco, 2012)

**Fondos de cobertura.** Los fondos de cobertura son un tipo de fondo de inversión que se especializa en operaciones en corto, que son operaciones especulativas que permiten a los operadores vender títulos que pidieron prestado o que aún no poseen con la esperanza de volver comprarlos más adelante a un precio menor y obtener la diferencia como ganancia. Si bien estas operaciones son riesgosas generan mayores rendimientos, por lo que se volvieron populares entre los inversionistas, tanto individuales como institucionales.

Para Lysandrou (2012), los fondos de cobertura tuvieron una gran incidencia en la crisis de 2008, debido a que fueron los principales distribuidores de los títulos que desestabilizaron el sistema financiero. Sin embargo, el papel de estos no fue muy visible gracias a que se desasociaron de aquellos que ofrecen los productos subprime y se desaparecieron entre los compradores.

Aunque los fondos de cobertura no crearon y construyeron los valores respaldados por hipotecas de alto riesgo, sí actuaron como intermediarios entre los inversores que buscaban altos rendimientos y los bancos de inversión que creaban esos valores, “si no hubiera sido por la intermediación de los fondos de cobertura, la oferta nunca hubiera llegado a las proporciones que fueron críticas para generar el colapso de todo el sistema financiero. Lo cierto es que había un masivo mercado para los títulos subprime y sin los fondos de cobertura tal mercado no habría existido” (Lysandrou, 2012:227)

Los instrumentos que estuvieron en el epicentro de la crisis fueron los CDO, títulos de deuda en los que se empaquetaban hipotecas de alto riesgo. Para hacer estos valores más “transables”, puesto que las hipotecas no son homogéneas, se aplicaron técnicas de mejoramiento de los títulos, de manera que se separaban los CDO en diferentes ramas que tenían diferentes riesgos. Una vez divididos estos valores, aumentó su demanda por parte de los fondos de cobertura, que a su vez los vendían a los inversores institucionales e individuales.

Sin embargo, la tasa de impago entre los deudores empezó a crecer bruscamente cuando la tasa de interés en Estados Unidos se incrementó a mediados del 2004, y las técnicas sofisticadas de evaluación de riesgo fueron incapaces de predecir una caída en los precios de los CDOs. El pánico causado por el inesperadamente rápido colapso del mercado de CDOs llevó a una pérdida de confianza en los mercados de dinero e interbancarios y desencadenó un espiral de crisis de solvencia-liquidez, que eventualmente culminó en la parálisis de todo el sistema financiero.

La responsabilidad de los fondos de cobertura en la crisis fue generar presión por el lado de la demanda de los títulos, que se complementó efectivamente con la generación de valores de parte de los bancos del lado de la oferta. Debido a ello es importante considerar a los fondos de cobertura como inversores que imprimen riesgo al sistema financiero tanto por la diversificación de su portafolio como por el volumen de recursos que manejan. Como resultado de la experiencia vivida en la crisis, se ha aumentado la regulación respecto a estas instituciones.

## 2.7 CONCLUSIONES.

Las instituciones financieras no bancarias han adquirido una notable importancia a partir de la década de los ochenta, esto se explica por el cambio en el entorno que se dio con la implementación de políticas neoliberales y la etapa de la financiarización. En este contexto, la flexibilización de las medidas regulatorias tuvo un papel primordial al permitir el surgimiento de entidades que podían realizar actividades que anteriormente estaban limitadas a los bancos, así como nuevas operaciones en el mercado de capitales. Esta desregulación obedece a la presión de las entidades bancarias y no bancarias que requerían ampliar sus posibilidades para obtener ganancias en el sistema financiero.

Además, las innovaciones financieras surgidas en esta época permitieron nuevas formas de financiamiento que buscaban disminuir el riesgo y obtener mayores rendimientos, respondiendo a las necesidades de prestamistas y deudores. Por otro lado, la disminución en los rendimientos que se presentaba en el sector productivo, unida a la necesidad de generar valor para los accionistas, llevó a las empresas a buscar nuevas formas de mantener su ritmo de ganancias a través de inversiones en el mercado de capitales, reforzando las actividades de las entidades financieras no bancarias.

Con la desregulación y las innovaciones financieras se buscaba lograr una mayor profundidad y liquidez en el mercado de capitales, además de reducir los riesgos de los activos. Con el crecimiento de las actividades de las entidades financieras no bancarias se logró el primer objetivo, puesto que se logró dotar de liquidez al mercado gracias a los altos volúmenes de dinero que manejan estas instituciones.

Sin embargo, el objetivo de reducir los riesgos en los que incurren los tenedores de los activos no solo no se logró, sino que se consiguió el efecto contrario, ya que la demanda de activos provocó una inflación financiera que generó un excesivo apalancamiento, y debido a la forma poco transparente en que operan los instrumentos derivados y la titularización, se terminaron subestimando los riesgos,

creándose una fuente de inestabilidades que se agudiza con la desregulación, y que se vería reflejada posteriormente en la crisis de 2008.

# CAPÍTULO 3. EL PAPEL DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA EN MÉXICO. PERIODO 1994-2016.

## 3.1 INTRODUCCIÓN

A finales de los ochenta y principios de los noventa México adoptó una serie de políticas en sintonía con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) para la salida de la crisis y el pago del alto volumen de deuda externa existente en ese momento, entre las que se incluye la sustitución de deuda externa por deuda interna, la privatización de empresas estatales y la disminución del gasto público.

El FMI y el BM facilitaron préstamos para que el gobierno mexicano recomprara su deuda con descuento a los bancos acreedores y respaldara esta nueva deuda contraída mediante la emisión de bonos (Carsten, 2010). De esta manera, comenzó a sustituirse la deuda externa por deuda interna y se generó un incentivo para desarrollar el mercado de capitales, aunado a la liberalización de flujos de capital. Con la activación del mercado de valores se modifica el papel de los intermediarios financieros no bancarios que adquieren una mayor importancia en la canalización de ahorro y crédito.

Con la desregulación, la financiarización, las innovaciones financieras y las políticas que favorecen el crecimiento del mercado de capitales, revisado en el segundo capítulo del presente trabajo, los intermediarios financieros no bancarios desplazaron a los bancos de su papel como principales entidades de financiamiento en la economía. Ningún escenario plausible sugiere que los bancos puedan recuperar su papel hegemónico en la creación de crédito, así como ninguna serie de eventos promete disminuir sustancialmente la influencia de los inversionistas institucionales (D´Arista, 2010).



En este capítulo se analiza el papel de la intermediación financiera no bancaria en el Sistema Financiero Mexicano (SFM), centrándonos en los grandes inversores institucionales debido a que son las entidades con mayor crecimiento en la economía, y su potencial de financiar la actividad productiva, que no ha sido aprovechado en su totalidad debido a que, aunque en los últimos años ha aumentado el valor de sus activos, estos recursos se han destinado principalmente a adquirir valores de gobierno y en parte se han canalizado hacia el extranjero. Se describe la composición del SFM de manera general con el fin de describir el contexto en el que se ha desarrollado la Intermediación Financiera no Bancaria. Posteriormente, se analizan los mercados de crédito, de bonos y de acciones, así como los instrumentos de captación de ahorro financiera, para finalmente estudiar a las instituciones financieras no bancarias y su comportamiento a través de sus hojas de balance.

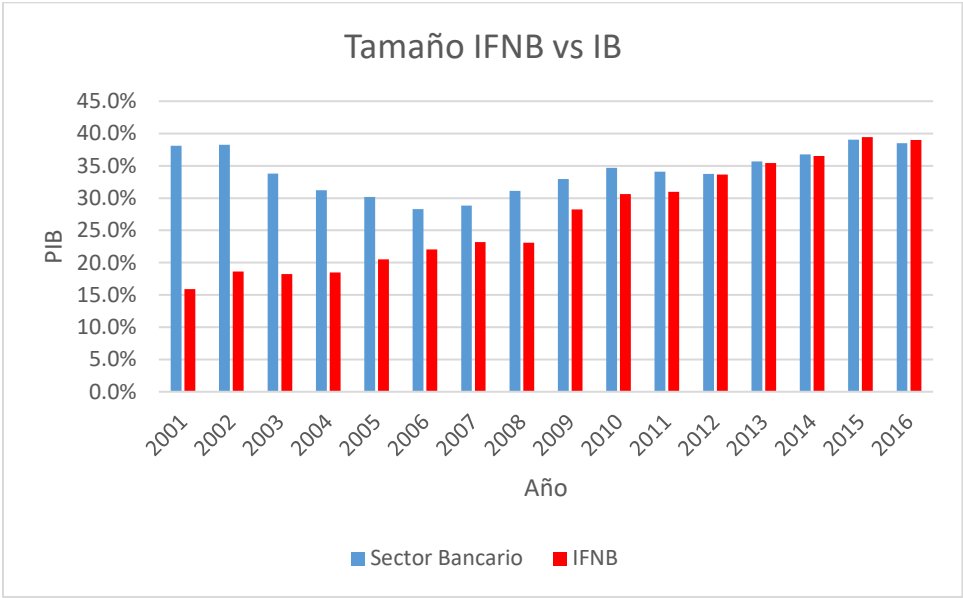
### **3.2 INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.**

Los sistemas financieros tienen como objetivo otorgar financiamiento a los distintos sectores de la actividad económica que lo requieran para llevar a cabo sus proyectos de inversión. Para tener la capacidad de otorgar crédito a los agentes que lo requieran, el sistema debe ser suficientemente profundo y capaz de captar ahorro financiero a través de diversas instituciones e instrumentos.

Una de las características principales del sistema financiero en la época actual es que los intermediarios financieros no bancarios (IFNB) han aumentado su participación con respecto a los bancarios, debido a que realizan sus operaciones en el mercado de capitales que se ha dinamizado gracias a la liberalización de los flujos de capital alrededor del mundo y a las innovaciones financieras. Entre este tipo de intermediarios se destaca el importante crecimiento de los grandes inversores institucionales.

En el SFM se puede observar un crecimiento sostenido de la intermediación no bancaria desde el año 2000. Según los datos de los activos de los intermediarios financieros reportados por Banco de México, el total de activos de los IFNB han pasado de representar el 15,9% del PIB al 39.0%, entre 2001 y 2016, como se muestra en el gráfico 3.1.

Para el año 2016, el total de activos de todos los intermediarios financieros residentes en el país alcanzó el 77.5% del PIB, con un sector bancario de 38.5% y un sector no bancario del 39.0%. Es decir, los activos de los IFNB superan el total de activos de la banca conformada por la banca de desarrollo y la banca comercial. Esta situación es acorde con la tendencia mundial en el periodo de financiarización, en el cual el sector bancario cede terreno ante los intermediarios que operan en el mercado de capitales. Por ejemplo, en Estados Unidos entre 1997 y el 2007 el total de activos de las instituciones de depósitos cayeron de 56% a 23% del total de los activos financieros, mientras los activos de los fondos mutuos y de pensión subieron del 21% al 37.8% (D´Arista, 2010).



Gráfica 3.1.  
 Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Intermediarios Financieros <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros>. Fecha de consulta 29 de enero de 2017

El crecimiento de la participación de los IFNB en México se debe principalmente al comportamiento de los grandes inversores institucionales, que incluyen a las Compañías de Seguros, las Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (SIEFORES) y los Fondos de Inversión, los cuales en conjunto triplicaron el total de sus activos pasando de una proporción del 8.2% del PIB a un 29.3% entre 2001 y 2016. Por su parte, el sector bancario creció menos en el mismo periodo, participación respecto al PIB aumentó pasando de 32% en 2001 a 38.5% en 2016.

Entre los grandes inversores institucionales, las SIEFORES presentan el mayor volumen de activos, representan el 19% del total de los activos del sistema financiero, que corresponde al 14.3% del PIB, seguido por los fondos de inversión.

(13.0% de los activos y 10.0% del PIB) y las Compañías de Seguros (6% de los activos y 5.0% del PIB). Los activos del resto de los intermediarios financieros no bancarios suman 9.5% del PIB, entre los cuales las entidades más importantes son las Sociedades Financieras de Objeto Múltiple (SOFOMES) que representan el 3.7% del PIB.

Destaca en la descripción del SFM que en el año 2016 ha habido un decrecimiento del tamaño de los intermediarios financieros en general e incluso una reducción e alguno de ellos. En los siguientes apartados se retoma este aspecto, detectando causas y analizando las implicaciones.

TAMAÑO DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Prom.	Coef. Var.
<b>TOTAL SFM</b>	46.3%	48.8%	49.4%	46.9%	47.6%	48.0%	48.7%	53.3%	58.2%	62.2%	60.9%	65.1%	68.2%	70.5%	75.7%	77.3%	57.9%	16.7%
<b>Sector Bancario</b>	32.0%	32.1%	31.9%	29.2%	28.1%	26.8%	26.8%	30.6%	31.2%	32.9%	31.7%	32.5%	34.1%	35.2%	37.5%	38.5%	31.9%	10.2%
<b>Bancos</b>	24.3%	23.3%	23.8%	22.7%	22.2%	22.4%	23.0%	26.3%	26.6%	28.4%	27.4%	28.0%	29.4%	30.0%	31.9%	32.7%	26.4%	11.5%
<b>Banca de desarrollo</b>	7.7%	8.9%	8.1%	6.5%	5.9%	4.4%	3.8%	4.3%	4.6%	4.4%	4.3%	4.5%	4.7%	5.3%	5.6%	5.8%	5.6%	32.0%
<b>IFNB</b>	14.3%	16.6%	17.5%	17.7%	19.5%	21.2%	21.9%	22.8%	27.0%	29.3%	29.2%	32.6%	34.1%	35.3%	38.2%	38.8%	26.0%	30.2%
<b>Soc. de inversión</b>	2.7%	4.0%	4.6%	4.4%	5.2%	6.5%	7.2%	6.5%	7.5%	9.1%	8.6%	9.3%	9.8%	10.4%	10.2%	10.0%	7.2%	32.5%
<b>SIEFORES</b>	3.6%	4.4%	5.0%	5.3%	6.1%	6.8%	7.2%	8.1%	9.3%	10.4%	10.5%	12.3%	12.7%	13.7%	14.2%	14.3%	9.0%	38.7%
<b>Aseguradoras</b>	1.9%	2.1%	2.3%	2.4%	2.6%	2.6%	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.8%	5.0%	3.4%	27.4%
<b>SOFOMES</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.2%	2.8%	3.7%	1.1%	114.8%
<b>SOFOLAS</b>	1.5%	2.0%	1.9%	2.2%	2.3%	2.1%	1.7%	1.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	86.1%
<b>Entidades de ahorro y crédito popular</b>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.4%	1.5%	0.5%	88.7%
<b>Casas de Bolsa</b>	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.2%	1.9%	2.1%	2.2%	3.0%	3.2%	2.5%	3.2%	2.9%	1.5%	80.4%
<b>Almacenes de depósito</b>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	18.9%
<b>Uniones de crédito</b>	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	12.6%
<b>Arrendadoras</b>	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	99.6%
<b>Afianzadoras</b>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	12.4%
<b>Fondos de Fomento</b>	3.3%	2.9%	2.5%	2.2%	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.6%	47.4%
<b>Empresas de Factoraje</b>	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	109.7%
<b>Instituciones de seg. Espec. En salud</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.7%

Tabla 3.1

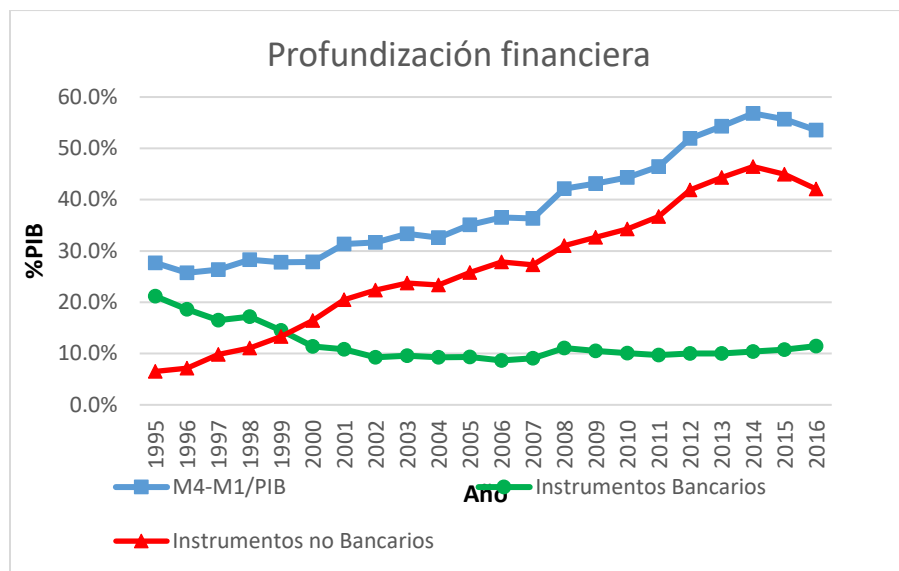
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros&locale=es>

### 3.3 IMPORTANCIA DE INSTRUMENTOS NO BANCARIOS EN LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA.

A partir del proceso de apertura de la economía a nivel mundial, con liberalización y globalización financiera, los flujos de capital empezaron a moverse a través de las fronteras con mayor rapidez buscando su realización y dinamizando a su paso los mercados de valores. En el capítulo 1 vimos que en países en desarrollo, como México, el mercado de capitales se utilizó para refinanciar la deuda externa, remplazándola con inflación en el mercado de capitales que a su vez se sostiene gracias a la creciente liberalización financiera (Toporowski 2010). Los flujos son recibidos bajo la premisa de que servirán para financiar los proyectos productivos del país y de esta manera impactarán positivamente en el crecimiento económico. Para lograr que los recursos financieros atraídos se mantengan en el país es necesario contar con un sistema financiero dotado de profundidad, con mercados secundarios amplios que los capte y coloque de manera eficiente.

La profundización financiera (PF) en México, definida como la resta de M4-M1 entre el PIB, se mantuvo constante en el periodo de 1995 a 2007. En 1995 la PF era de 38% y para 2007 era del 39%, aunque cabe destacar que en este periodo se presentó una caída en la captación bancaria que fue compensada por un aumento importante en la captación no bancaria. A partir de 2008 hay un aumento considerable de la PF, que pasó del 39.1% a un 54% entre 2007 y 2016. Esto se debió a que se detuvo la caída de la captación bancaria por un lado y por el otro la captación no bancaria tuvo un impulso a partir de la llegada de capitales foráneos producto de las políticas de relajación monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos que se llevaban a cabo para contrarrestar la gran crisis financiera de 2007-2008 provocada por las hipotecas subprime.



Gráfica 3.2

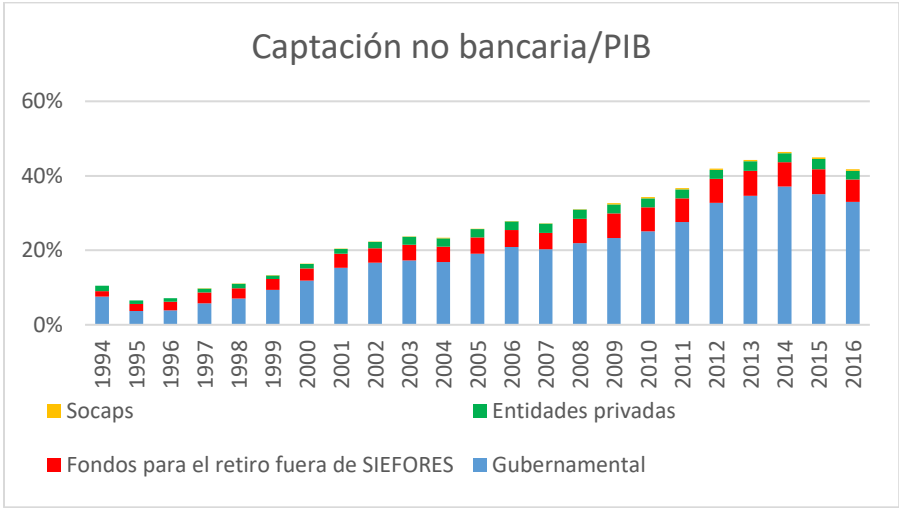
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Agregados Monetarios y flujos de fondos. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=3&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF76&locale=es>. Fecha de consulta: 2 de febrero de 2016

El gráfico anterior permite observar que el aumento en la profundidad del sistema financiero viene dado en los últimos años únicamente por el incremento en la captación no bancaria que entre 2007 y 2016 pasó de representar el 29% respecto al PIB al inicio de este periodo a un 42%, mientras que la captación bancaria se mantuvo constante desde el 2003. Una parte importante de los instrumentos no bancarios se encuentran en manos de no residentes, lo que permite afirmar que el aumento en la captación de este tipo de ahorro es, en buena medida, consecuencia del influjo de capitales provenientes de Estados Unidos.

La crisis financiera de 2007-08 motivó la adopción de medidas de política monetaria expansiva en Estados Unidos y Europa buscando contrarrestar la recesión, generando una caída en las tasas de interés que hizo más atractivo el rendimiento ofrecido en países como México, por lo cual se recibieron importantes inlujos de capital. En Estados Unidos, el principal instrumento de política monetaria para enfrentar la crisis subprime del 2007-08 fue la tasa de fondos federales que llegó a rozar en 2008 el 0%. Burns et.al. (2016) señala que al menos el 12% del incremento

de los flujos de capital a países en desarrollo de 2009 a 2013 es consecuencia de los programas de relajación monetaria de Estados Unidos. El impacto para México lo obtenemos analizando la captación de ahorro de instrumentos no bancarios y los tenedores de estos instrumentos, diferenciando entre residentes y no residentes.

**Captación de ahorro financiero no bancario.** El ahorro financiero no bancario es captado a través de diferentes instrumentos. Los valores públicos son el principal instrumento no bancario de captación de ahorro financiero, y su volumen ha aumentado considerablemente entre 1994 y 2016, aportando 33% respecto al PIB, seguidos por los valores de los fondos de ahorro para el retiro con un tamaño del 6.0% para el mismo año. Las empresas privadas captan el 2.3% y por último las SOCAPS contribuyen con un 0.44%.

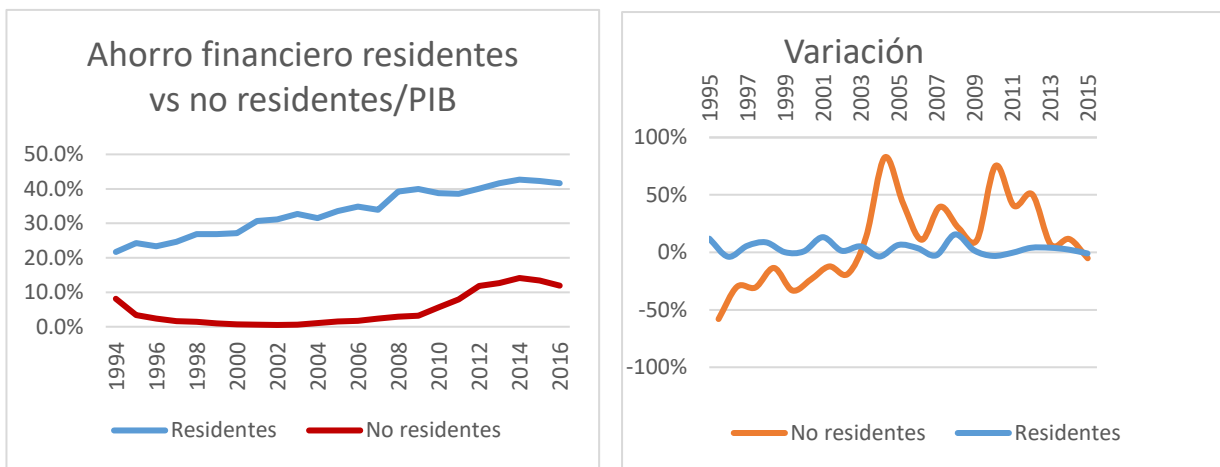


Gráfica 3.3  
 Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección agregados monetarios <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=3&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF76&locale=es>. Fecha de consulta: 14 de enero de 2017

De los valores públicos, los más representativos son los instrumentos del Gobierno Federal, que en 2016 sumaron el 26% del PIB y el restante 7% consta de Pagarés y Certificados de indemnización carretera y de valores emitidos por el IPAB, organismos públicos, estados y municipios. La captación a través de los valores

emitidos por el IPAB presenta una tendencia creciente ya que en 2016 su participación en el PIB fue aproximadamente 6 veces la de 1997.

**Tenedores de instrumentos financieros.** Los tenedores de estos instrumentos financieros no bancarios se pueden clasificar por origen o por tipo de institución. En el primer caso analizamos la diferencia en el comportamiento de los inversionistas residentes y no residentes, y en la segunda clasificación observamos las características de las inversiones realizadas por los grandes inversionistas institucionales.



Gráfica 3.4 a. y 3.4 b

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Agregados Monetarios. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=3&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF76&locale=es>. Fecha de consulta 14 enero de 2017

Cuando clasificamos la posesión de instrumentos financieros en residentes y no residentes, podemos observar una marcada diferencia en el comportamiento de ambos, debido a que el ahorro de los primeros es mucho más estable que el de los no residentes.

El ahorro financiero de los residentes ha crecido de manera constante desde 1994 hasta 2014, sin que observemos movimientos drásticos, lo que indica que el ahorro interno ha tenido poca sensibilidad a los choques macroeconómicos que se han



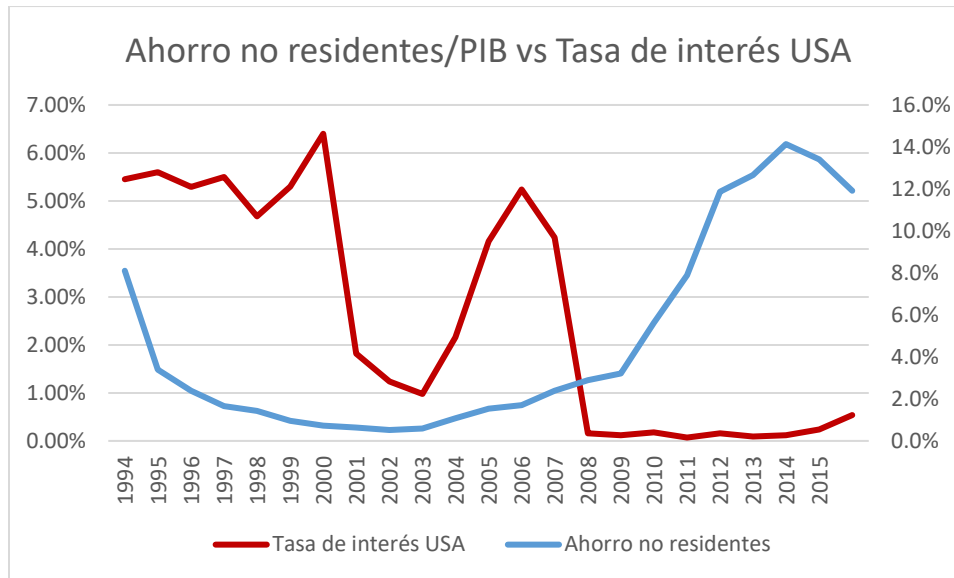
producido en el periodo, sólo en 2008 se observa un aumento mayor al esperado del 15% anual, que se puede explicar por las expectativas negativas de realizar inversiones en el exterior en el contexto de la crisis, para luego permanecer estable hasta la actualidad. A lo largo del periodo 1994-2016 el ahorro financiero de los ahorradores residentes se incrementó del 21.7% del PIB al 41.6%.

En el caso de los ahorradores no residentes, en cambio, se presenta una alta volatilidad, como se muestra en el gráfico 3.4 b. En el periodo comprendido entre 1994 y 1999 la tenencia de instrumentos financieros presenta constantes reducciones, pasando del 8.1% respecto al PIB a menos de 1%, la mayor reducción se dio en 1995, ante un escenario de crisis en el que el tipo de cambio se depreció en un 100%<sup>4</sup>; la desconfianza en los instrumentos mexicanos se mantuvo durante un periodo de casi una década hasta que en 2003 comenzó a presentar signos de recuperación con una variación positiva del 13% a la que le siguieron aumentos consecutivos hasta el 2014, con una aceleración importante en el 2009, ante el contexto de bajas tasas de interés en los Estados Unidos.

El impacto de la tasa de interés estadounidense en el mercado mexicano es evidente pues en el periodo previo a 2001, cuando se mantuvo alta en niveles superiores al 5%, México fue incapaz de elevar el ahorro proveniente del exterior (Ver gráfico 3.5). A partir de la crisis de las *dotcom*, el rendimiento del ahorro en Estados Unidos se reduce y comienza a presentarse un aumento del ahorro no residente en México, que se acelera de manera considerable después de la crisis de 2008, cuando la tasa estadounidense cae a niveles cercanos al 0%.

---

<sup>4</sup> El tipo de cambio pasó de \$3.6 a \$7.3 pesos de diciembre de 1994 a diciembre de 1995.



Gráfica 3.5

Fuente: Elaboración propia con datos del *Federal Reserve Bank of St. Louis*. <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS> Fecha de consulta: 15 de enero de 2017; y

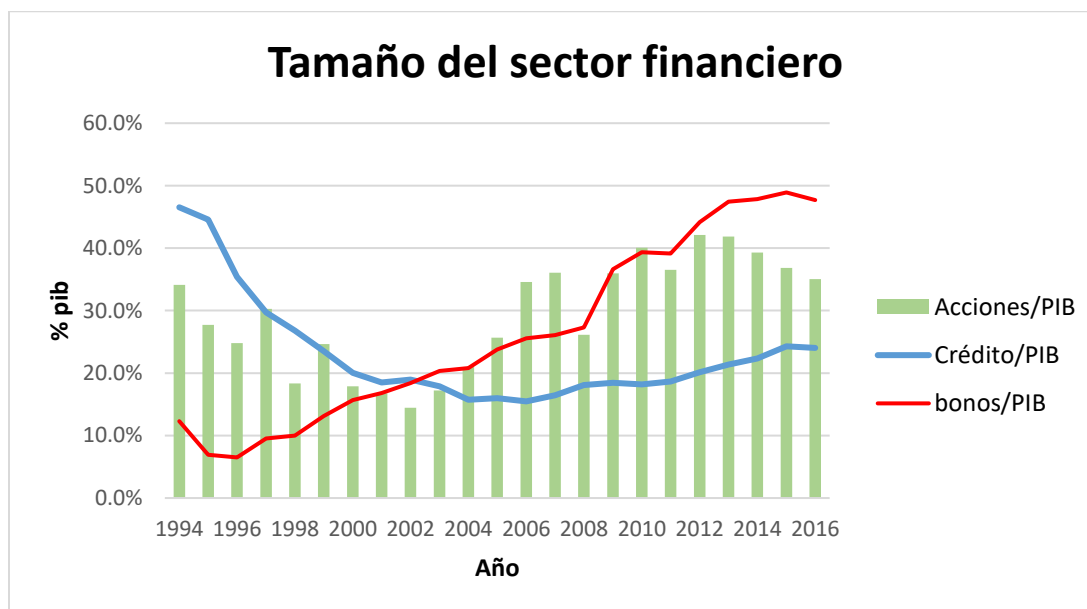
Banco de México

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=3&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF76&locale=es> Fecha de consulta. 15 de enero de 2017.

Entre 2002 y 2014 el ahorro de no residentes en México presentó un aumento significativo; pasó de representar el 0.5% respecto al PIB al 14.1%. La reducción de este ahorro en 2015 se explica por los anuncios de la Reserva Federal desde principios del año de un posible aumento en la tasa de interés de los fondos federales, que impactaron en las expectativas de los inversionistas. A partir de diciembre de 2015 los anuncios se hicieron efectivos y la tasa de fondos federales aumentó de .15% a .24% y para diciembre de 2016 la tasa llegó a .54%, lo que se vio reflejado en una nueva reducción en el ahorro de no residentes que se colocó en diciembre de 2016 en 11.9% respecto al PIB. La perspectiva de nuevos aumentos en la tasa estadounidense hace natural el pronóstico de mayores reducciones en el ahorro financiero proveniente del exterior.

### 3.4 TAMAÑO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Podemos entender la evolución del sistema financiero mexicano a través del comportamiento de los mercados de bonos, de crédito y accionarios. En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento de estos mercados en México en los últimos 20 años.



Gráfica 3.6

Fuente: Banco de México para mercado de accionario:

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF56&locale=es> fecha de consulta 10 de febrero de 2017; y mercado de crédito:

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros&locale=es>. Fecha de consulta 10 de febrero de 2017

BIS para mercado de bonos: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c3?c=MX>. Fecha de consulta: 9 febrero 2017

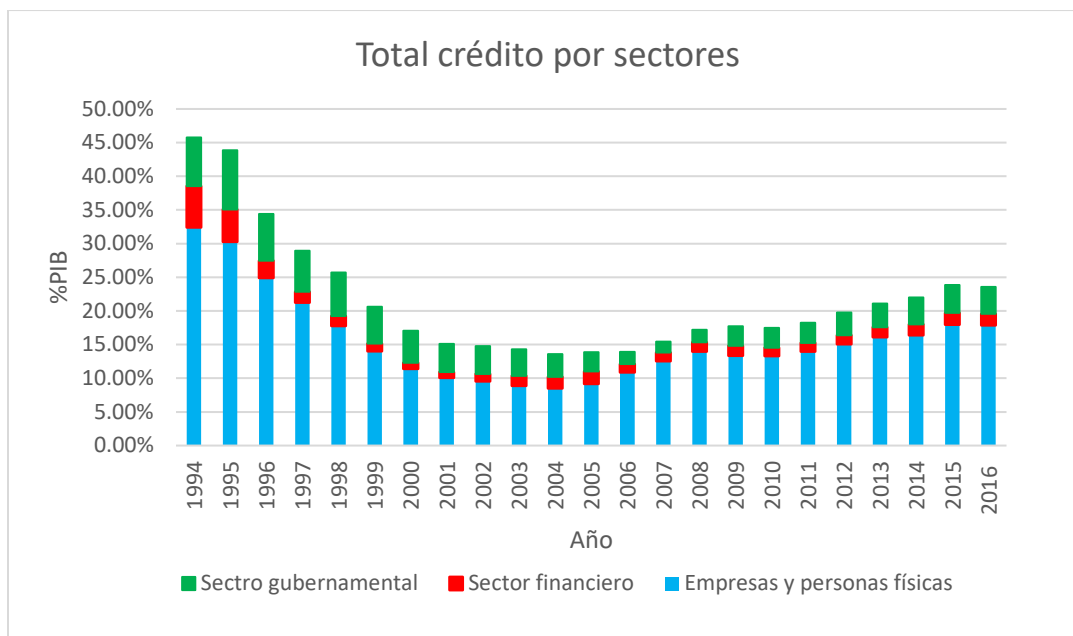
El mercado de créditos es dominado principalmente por el sector bancario, que es el mayor otorgador de créditos, mientras que en el mercado accionario y de bonos son dominados principalmente por los intermediarios financieros no bancarios.

El mercado de bonos presentó una tendencia ascendente desde 1994, con una breve interrupción durante la crisis de 2008, hasta 2016 cuando tuvo un descenso de 2.5%. Por su parte el mercado accionario cae de manera drástica durante la misma crisis, lográndose recuperar a los niveles del 2007 al año siguiente, pero a partir de 2012 muestra una tendencia a la baja. Por su parte el mercado de crédito no ha logrado recuperar los niveles de crédito del año de 1994, cuando la economía mexicana entró en profunda recesión; en 2006 tocó su punto más bajo representando el 15% del PIB, y desde entonces ha tenido una tendencia al alza, ligera pero constante, llegando en 2016 a representar el 24% del PIB. A continuación revisamos a detalle cada uno de los mercados.

### **3.4.1 Mercado de Crédito**

En el mercado de crédito encontramos el crédito bancario, otorgado por la banca comercial y de desarrollo. En México, el crédito no ha podido recuperar los niveles previos a la crisis de 1994 cuando representaba el 45% respecto al total de la economía.

La banca comercial presenta la cartera de crédito con mayor volumen, sin embargo, ésta cartera presentó reducciones constantes durante una década, pasando del 32% al 11% del PIB en el periodo 1994-2004, para comenzar a repuntar desde entonces, de manera que el tamaño actual de su cartera de crédito corresponde al 20.1% del PIB. La Banca de desarrollo tenía créditos que representaban el 13% del PIB en 1994 y desde entonces su tamaño se redujo al 4% actual. A diferencia de la banca comercial, su recuperación inició en el 2008 pero ha sido menor, ya que solo pasó del 2.2% al 4% en el periodo 2007-2016.



Gráfica 3.7

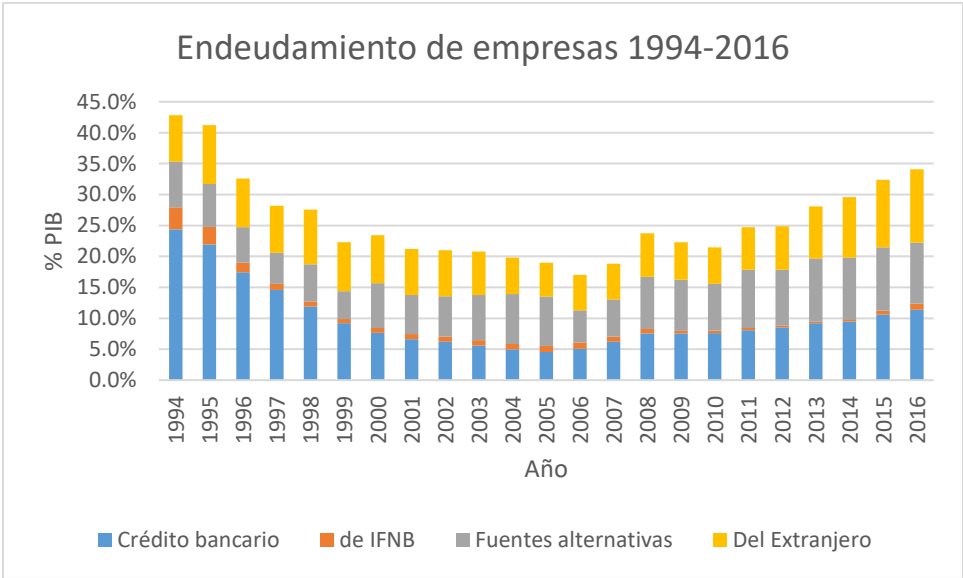
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros&locale=es> Fecha de consulta: 10 de febrero de 2017

El financiamiento que otorgan intermediarios financieros no bancarios en el país como las SOFOMES, las empresas de factoraje, Sociedades Cooperativas de Ahorro y Préstamo (SOCAPS), tiendas departamentales, y otras pequeñas instituciones de crédito no representan suficiente financiamiento que compense el lento crecimiento del crédito bancario, ya que sólo representan el 3.2% del PIB, porcentaje que además se ha reducido desde el 2005, cuando llegó a tener un valor de 3.9% del PIB. Sin embargo hay que destacar entre estos intermediarios no bancarios a las SOFOMES que en el periodo 2007-2016, a pesar de la crisis, aumentaron el tamaño de sus activos, que incluyen además de la cartera de créditos la cartera de valores, de 1.7% a 3.7% respecto al PIB incluyendo un aumento de 2.8% a 3.7% el año 2016, año en el que la mayoría de las instituciones financieras han tenido una caída en su tamaño (Ver Tabla 3.1).

Los sectores hacia los cuales se canaliza el crédito se han modificado en las últimas dos décadas, ya que el crédito para la actividad empresarial se ha reducido,

presentando su mayor caída en el periodo 1994-2005, en el que pasó del 28% del PIB al 5.5%, a partir de 2006 ha presentado una recuperación constante para llegar a 11.4% en 2016, sin embargo, este valor aún es menos de la mitad del alcanzado en 1994, y menor también al financiamiento proveniente del extranjero que representa el 11.8% respecto al PIB, Mientras que el financiamiento con pasivos internos e instrumentos de deuda tiene un tamaño de 9.9%.



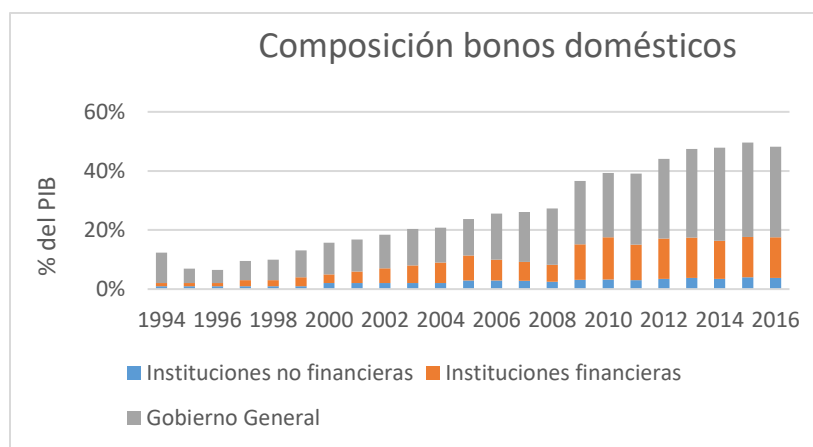
Gráfica 3.8

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Intermediarios Financieros. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF88&locale=es>.

La sustitución del crédito a la actividad productiva por crédito de consumo es una tendencia mundial que se presentó a partir de la etapa de financiarización. El financiamiento bancario a las empresas se ha reducido en las últimas dos décadas, debido en parte a las nuevas fuentes de financiamiento, principalmente a través de pasivos internos e instrumentos de deuda, y mediante capital extranjero.

### 3.4.2 Mercado de bonos

La primera emisión de CETES en México se llevó a cabo en 1978, no obstante es hasta la década de los noventa cuando la deuda de Gobierno adquiere mayor dinamismo ante la liberalización de las tasas de interés y la decisión del Gobierno de financiar su déficit a través de la emisión de deuda. En 1995, después de la crisis de diciembre de 1994, el valor de los bonos en circulación alcanzaba un 6% del PIB, y desde entonces ha tenido un crecimiento constante con una marcada aceleración en el año 2009 que se puede explicar por los efectos posteriores a la crisis subprime que favoreció instrumentos más seguros, para alcanzar un valor de 48.3% del PIB en 2016.



Gráfica 3.9

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Valores en Circulación. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarDirectorioCuadros&locale=es>. Fecha de consulta 11/II/2017.

En el periodo 2009-2016 los valores gubernamentales aumentaron en un 9,2% su participación respecto a PIB, debido al aumento en la colocación de instrumentos no bancarios en manos de inversionistas extranjeros que fueron atraídos a México en el contexto de bajas tasas de interés en los mercados mundiales, principalmente en Estados Unidos, como consecuencia de la crisis de 2007-08. A pesar del crecimiento en el volumen de bonos gubernamentales desde 2004, en 2016 se

revirtió la tendencia, al presentarse una caída respecto al 2015, que se puede explicar, por un lado, por la presencia de tasas de interés más altas en Estados Unidos, y por otro lado, por la coyuntura política caracterizada por la incertidumbre generada por la reciente elección de Donald Trump como presidente de Estados Unidos.

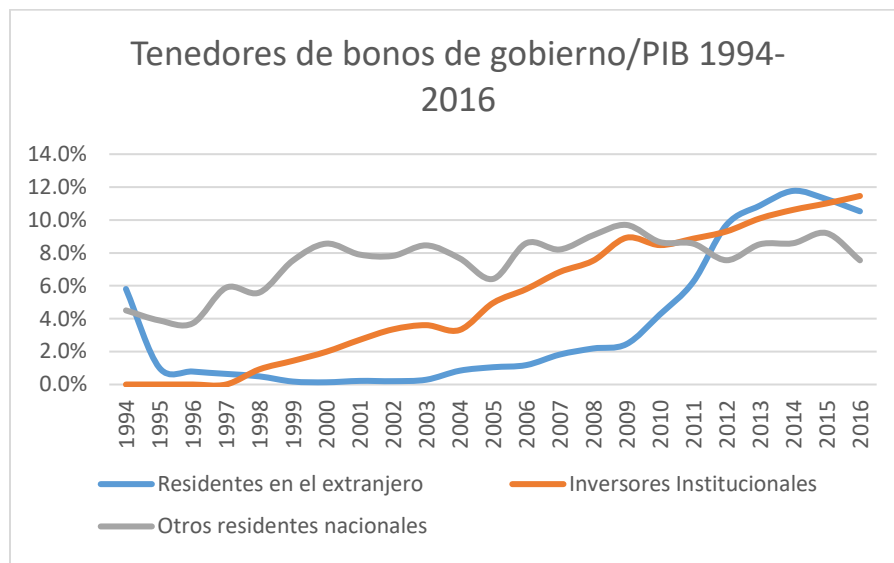


Gráfico 3.10

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadroAnalitico&idCuadro=CA138&locale=es>. Fecha de consulta: 11/II/2017

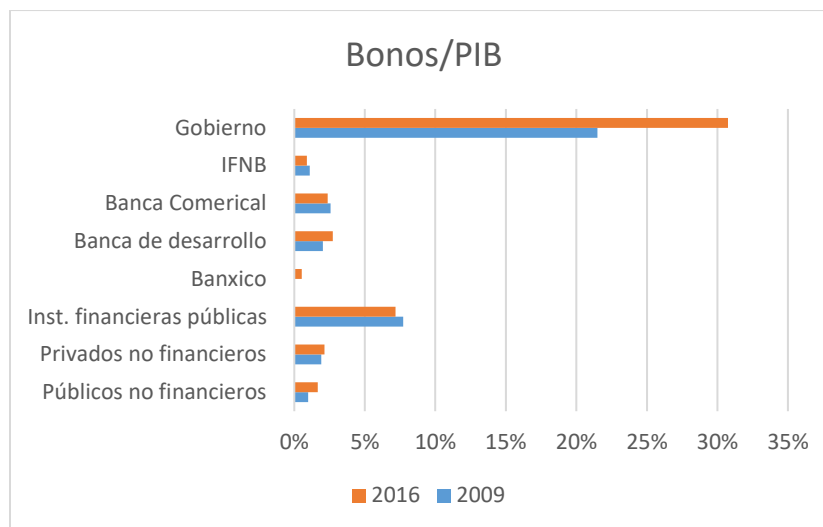
El gráfico 3.10 ilustra el incremento en la tenencia de deuda del gobierno de México en manos extranjeras, y permite observar que a partir de 2009 los residentes extranjeros elevaron considerablemente su portafolio de bonos. Esto se debe en gran parte a la política de bajas tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, por lo que es de esperar que ante la normalización de las políticas monetarias en ese país que impulsaría al alza los intereses pagados por los bonos, haya un flujo de salida de capitales, que se empieza a observar con un descenso en la tenencia por parte de extranjeros a partir de 2014.



En el año 2012 el total de la deuda de los residentes en el extranjero llegó a superar el saldo en poder de los inversionistas institucionales. Sin embargo, dado que la entrada de capitales extranjeros está disminuyendo por la nueva coyuntura internacional, estos intermediarios no bancarios cobran cada vez más importancia. Estos inversionistas han aumentado su participación en la tenencia de bonos gubernamentales desde 1997, año en el que el régimen de pensiones se privatizó y las SIEFORES comenzaron a operar activamente en la bolsa, y actualmente pese a la reducción en la tenencia de bonos por parte de los residentes en el extranjero y los tenedores nacionales privados, la de los inversores institucionales se mantiene constante.

Los valores de deuda del sector privado, tanto de los sectores financiero como no financiero, han sido históricamente menores que los valores gubernamentales. Las instituciones del sector no financiero han pasado de emitir 1% al 4% del PIB en el periodo 1994-2015. Se debe mencionar que de estos bonos el 50% corresponde a los emitidos por entidades públicas descentralizadas, Petróleos Mexicanos (PEMEX) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE), alcanzan el 1.9% del PIB, de tal manera que los bonos de las corporaciones no financieras representan el 2.1% del PIB.

Por su parte, las instituciones financieras han pasado de representar el 1% del PIB en 1994 al 13.7% en 2016, de los bonos emitidos por éstas, el 55% corresponde a las instituciones financieras públicas, entre las que destacan el Infonavit, el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (Banobras) y el Instituto del Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores (Infonacot). Los bonos emitidos por el gobierno y por los organismos públicos, suman en conjunto el 83% del total de los bonos. El gráfico 3.11 muestra la diferencia en el mercado entre los años 2009 y 2016, periodo en el que el Banco de México muestra una desagregación más detallada. Se ha presentado un incremento en la participación de los bonos gubernamentales en el PIB, pasando de representar el 21.5% al 30.75%.



Gráfica 3.11

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Fecha de consulta: 11/01/2016

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF460&locale=es>

VALORES EN CIRCULACIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB

	2009	2016	Variación
<b>EMISOR/TOTAL</b>	<b>37.8%</b>	<b>48.3%</b>	<b>27.5%</b>
<b>Gobierno General</b>	<b>21.5%</b>	<b>30.7%</b>	<b>43.0%</b>
Gobierno Federal	19.1%	25.8%	34.7%
Gobierno Federal (Regulación monetaria)	1.9%	4.5%	132.5%
Estados y municipios	0.4%	0.5%	11.9%
<b>INSTITUCIONES FINANCIERAS</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.7%</b>	<b>2.0%</b>
<b>Públicas</b>			
Ipab	6.0%	4.7%	-20.4%
Fideicomiso Farac (Banobras)	1.2%	1.0%	-17.0%
Banxico	0.0%	0.5%	5598.7%
Otras*	0.5%	1.4%	161.6%
<b>Privadas</b>			
Banca de desarrollo	2.0%	2.7%	34.4%
Banca Comercial	2.6%	2.4%	-7.9%
IFNB**	1.1%	0.9%	-18.6%
<b>INSTITUCIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>31.1%</b>
PEMEX	0.6%	1.2%	83.3%
CFE	0.4%	0.5%	41.9%
Privadas	1.9%	2.1%	11.9%

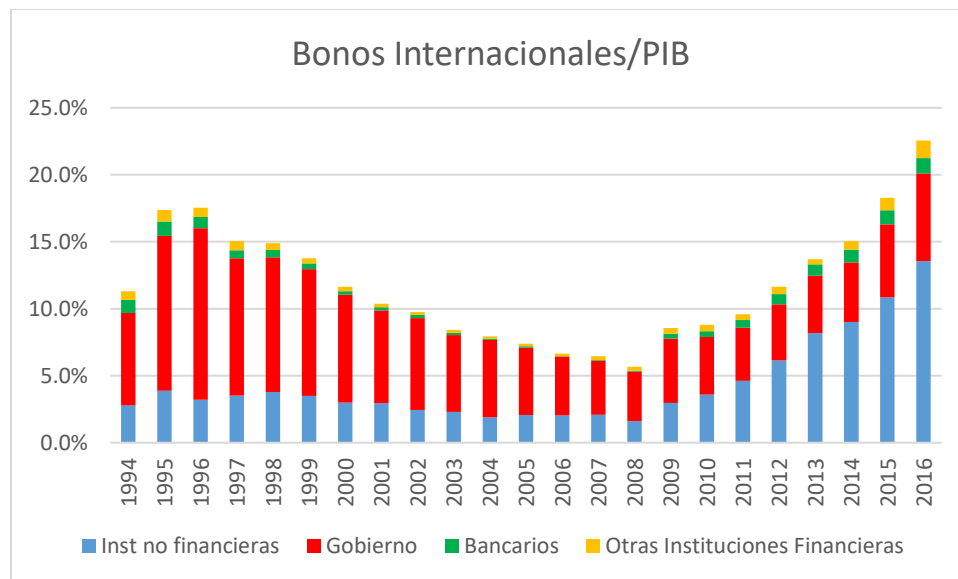
\* Fideicomisos del Infonavit, Infonacot, Fovissste, Fonadin  
 \*\* Sofomes, Sociedades de Inversión, Arrendadoras, Empresas de factoraje, Casas de bolsa

Tabla 3.2

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección Valores en Circulación.  
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarDirectorioCuadros&locale=es>.

Además del mercado de bonos doméstico, el país recibe financiamiento a través del mercado exterior de bonos el cual ha sido una fuente importante de financiamiento para las instituciones no financieras, las cuales han colocado bonos en el exterior de manera creciente a partir de 2008, pasando de representar el 1.8% del PIB al 13.5%, como se observa en el gráfico 3.12. El sector privado no financiero está colocando cada vez más bonos en los mercados internacionales y no en el mercado doméstico, cuyo ahorro financiero está restringido por la necesidad de financiar al sector público.

Por el contrario, en el sector gubernamental la colocación de bonos fuera del país se ha reducido de un 13% del PIB en 1996 a un 6.6% en 2016, lo que refleja la política del gobierno federal de reemplazar deuda externa por interna.



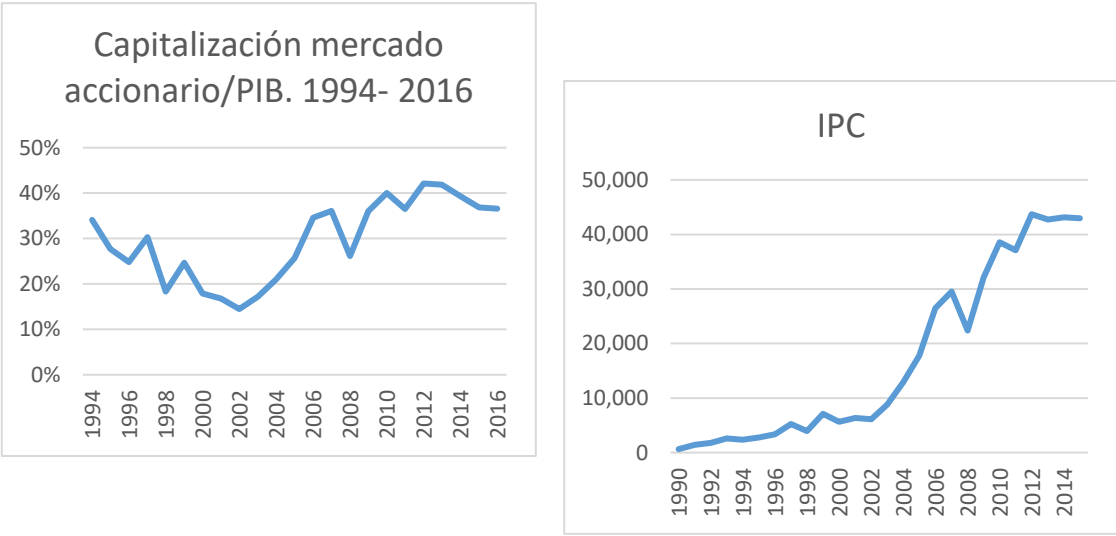
Gráfica 3.12

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Pagos Internacionales.  
 bis.org <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c3?c=MX>. Fecha de consulta 12 de diciembre de 2016.

La reducción de bonos gubernamentales colocados en el exterior se sostuvo de 1995 a 2008. A partir de entonces el gobierno ha revertido la tendencia aumentando el tamaño de estos bonos de 3.7% respecto a PIB al 6.6% en el año 2016.

### 3.4.3 Mercado de acciones

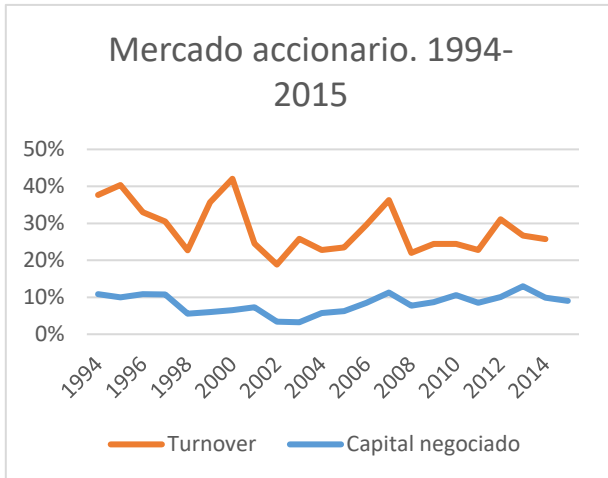
Los movimientos de capitales originados por los cambios en el contexto internacional afectan el mercado de bonos, como se describió en el apartado anterior, sin embargo, su efecto es aún mayor en el mercado de acciones debido a que se involucran más riesgos que aumentan la volatilidad de las inversiones extranjeras. La capitalización del mercado accionario de México muestra un periodo de auge entre 2002 y 2007, que coincide con el periodo internacional que inició a partir de la salida de la crisis de las *dotcom* de 2001 hasta el preámbulo de la crisis subprime que inició en 2007. El mercado accionario creció en este lapso del 15% al 36% respecto al PIB. A partir de 2012, el mercado tiene una tendencia a la baja con 4 años de caída consecutivos.



Gráfica 3.13

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México.  
<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF56&locale=es>. Fecha de consulta 15/02/2017

En congruencia con lo señalado anteriormente, el gráfico 3.13 muestra que la rotación de las acciones (*turnover*) presenta una alta volatilidad, lo que implica que la liquidez de estos títulos varía considerablemente de acuerdo con las expectativas generadas por los cambios en la economía internacional. Por su parte, el capital negociado se ha incrementado a partir del 2002, aunque con reducciones durante la crisis de 2008, y a partir del 2014 hasta la actualidad.



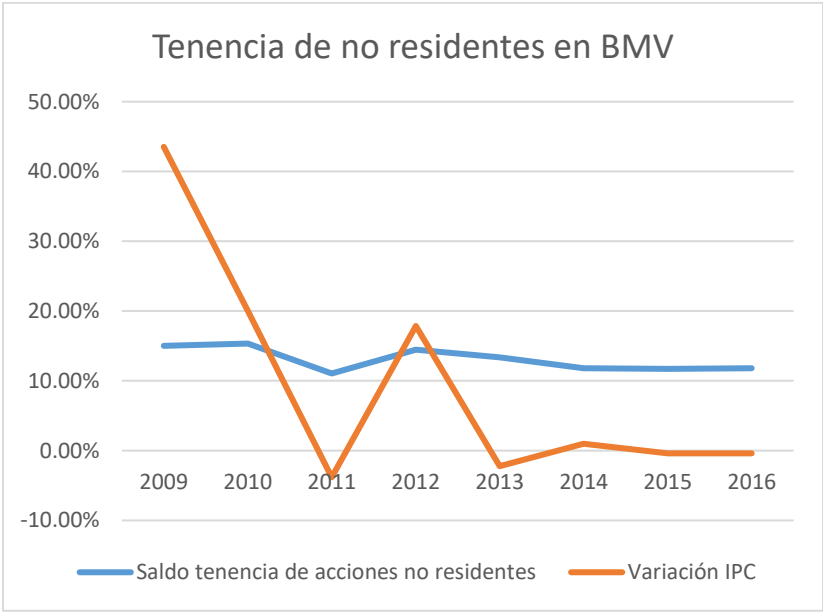
Gráfica 3.14 y 3.15

Fuente 3.14: Banco Mundial <http://data.worldbank.org/indicador/CM.MKT.TRNR>. Fecha de consulta 20/02/2017

Fuente 3.15: Elaboración propia con datos del Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF103&locale=es>. Fecha de consulta: 20/02/2017

Con la apertura financiera que se llevó a cabo en los años ochenta se buscaba que el mercado fuera una alternativa de financiamiento importante, sin embargo, su lento crecimiento se vio afectado por dos fuertes caídas en 1998 y 2000, que se podrían explicar por los efectos de la caída en los mercados accionarios de Asia y la crisis *dotcom* respectivamente. Entre 2002 y 2007 el Índice de Precios y Cotizaciones mostró el auge que ya mencionamos y que se revirtió con la recesión de 2008, para seguir en línea ascendente hasta 2012. Desde entonces ha permanecido estable en 43000 puntos, sin alteraciones importantes.

La tenencia de acciones que cotizan en la bolsa mexicana de valores por parte de los no residentes ha sido relativamente estable desde 2009 hasta la actualidad, y se mantiene alrededor del 13.2%, como se observa en el gráfico 3.16. Pese a que el rendimiento del IPC ha sido cercano al 0% los últimos tres años, no se ha presentado una salida importante de capital extranjero en este mercado, a diferencia del mercado de bonos.



Gráfica 3.16

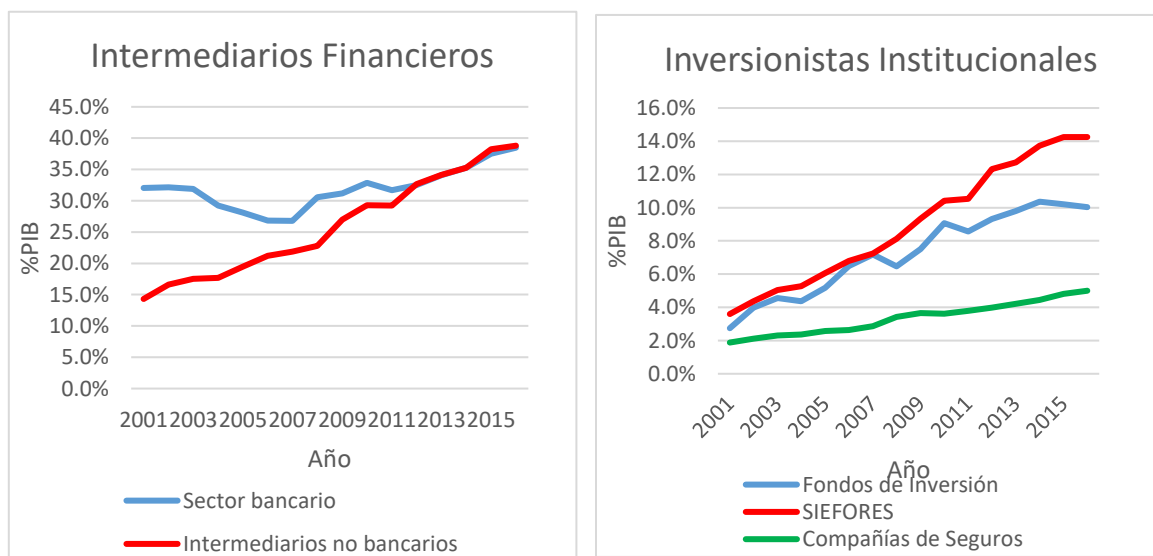
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=7&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF448&locale=es>. Fecha de consulta 22/02/2017

El promedio de la tenencia de los no residentes en el periodo 2009-2015 ha sido de 13.2% sin variaciones muy notorias. En el 2015 el saldo se ubicó en 11.73% que aunque muestra una tendencia a la baja, es prácticamente el mismo saldo que en 2011. A pesar de que el rendimiento del IPC ha sido casi de 0% los últimos tres años no se ha presentado aún salida importante de capital extranjero, a diferencia del mercado de bonos.

### 3.5 LOS INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

El tamaño del sistema financiero mexicano en el año 2016 es de 77.3% respecto al PIB del país, del cual el 38.5% corresponde a activos bancarios y el 38.8% a las Instituciones Financieras no Bancarias. De estas últimas las que representan una mayor importancia por el volumen de activos en su poder con respecto al PIB son las SIEFORES, seguido por los Fondos de Inversión y las Compañías de Seguros que aunque presentan un porcentaje menor, su crecimiento ha sido sostenido durante los últimos 15 años y es el más estable, de acuerdo a su coeficiente de variación (Ver Tabla 3.1)

Los siguientes gráficos permiten observar que entre 2001 y 2016 se dio un cambio en la composición del sistema financiero mexicano, pues los intermediarios no bancarios adquirieron una participación superior a la de los bancos, cuando al inicio del periodo era menos de la mitad. Además, el gráfico 3.17 b muestra que las SIEFORES son las entidades que han presentado un crecimiento más acelerado, especialmente después de 2007, seguidas por los Fondos de Inversión.



Gráfica 3.17 a y 3.17 b

Fuente: Elaboración propia con datos de Banco de México. Sección Intermediarios Financieros <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros>. Fecha de consulta 03 de febrero de 2017.

El crecimiento de la intermediación no bancaria ha mostrado una ligera desaceleración a partir del año 2014, en especial los Fondos de Inversión que en 2016 redujeron su tamaño con respecto al año anterior. En los siguientes apartados se analiza a cada uno de los grandes inversionistas institucionales para conocer las características específicas de cada uno de ellos.

### **3.5.1 SIEFORES**

Las SIEFORES son las instituciones financieras no bancarias con mayor cantidad de activos, cuyos recursos provienen del ahorro para el retiro de los trabajadores. Estas sociedades robustecen el mercado de capitales a través de la oferta de crecientes montos de ahorros de largo plazo que son captados a lo largo de la vida activa de los asalariados y que deben mantener al menos su valor real, a fin de retornar a los trabajadores al final de su vida laboral. La valorización tiene lugar a través de la inversión en activos con diferentes niveles de riesgo en el mercado de capitales, que implica la apropiación de una porción de utilidades por parte de las empresas no financieras (Levy, 2006 ).

Como lo establece el artículo 43 de la ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro<sup>5</sup>, el objetivo de las SIEFORES es que las inversiones que realizan se canalicen a los siguientes objetivos: a) fomentar 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.

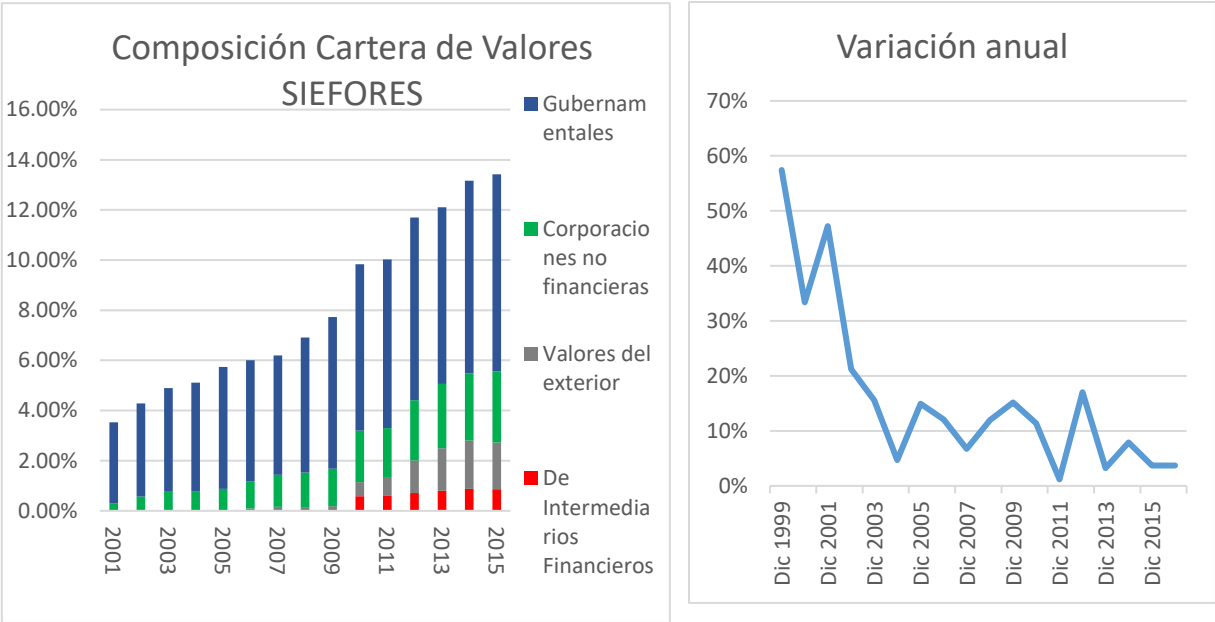
El actual sistema de pensiones en México proviene de la reforma que entró en vigor en 1997, la cual sustituyó el esquema de reparto y beneficios definidos existente hasta el momento, por un esquema de capitalización basado en cuentas individuales. En este nuevo modelo las aportaciones provienen de forma tripartita del gobierno, patrón y trabajador.

---

<sup>5</sup> Última reforma publicada DOF 10-01-2014. <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/52.pdf>



Las cuentas individuales se dividen en tres segmentos: cuenta de retiro, de vivienda y de aportaciones voluntarias. Las aportaciones para vivienda son gestionadas por el INFONAVIT y el FOVISSSTE, mientras que las de retiro y ahorro voluntario son las gestionadas por las SIEFORES. La racionalidad de los cambios se encuentra en la necesidad de modificar su estructura para eliminar distorsiones de diseño para ajustarlos a nuevos factores demográficos, darles viabilidad financiera y disminuir la carga fiscal (Villagómez, 2010), sin embargo estos cambios también tienen efectos en el sistema financiero.



Gráfica 3.18 a y 3.18 b  
 Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Sección intermediarios financieros. <http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarDirectorioCuadros>. Fecha de consulta 3 de febrero de 2017

La reforma de 1997 permitió el inicio del funcionamiento de entidades privadas conocidas como AFORES y SIEFORES, las primeras encargadas de administrar los recursos de las cuentas individuales y las segundas de invertir los recursos de los trabajadores en instrumentos que buscan preservar el poder adquisitivo de los mismos. El capital manejado por estas entidades aumentó constantemente entre 1998 y 2016, periodo en el que su tamaño creció del 1% al 14.3% respecto al PIB.

El ahorro para el retiro se compone en mayor medida de ahorro forzado, lo que explica que la tasa de crecimiento no presente fluctuaciones anuales importantes. De mantener la tendencia de crecimiento de los últimos 10 años, en las que el crecimiento se ha estabilizado alrededor de una tasa de 9% anual, los activos de las SIEFORES duplicarían su valor actual en 10 años y para 2030 se ubicaría en una proporción de 34% respecto al PIB, datos que revelan la importancia que están adquiriendo los fondos de pensiones en México.

La Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR) es la entidad encargada de regular las inversiones de las SIEFORES. Los límites a los instrumentos que pueden incluir en sus portafolios se han disminuido paulatinamente desde 1997 hasta la actualidad, permitiendo la inversión en instrumentos más rentables; en 2002 se introdujo el uso de derivados, en 2004 se eliminó la prohibición de incluir emisiones extranjeras fijándose un tope de 20% de la cartera y en ese mismo año se permitió la inversión en acciones hasta en 15% del total de activos (Villagómez, 2010)

Tabla 3.3 EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE LA SIEFORES 1997 – 2016 (miles de pesos)

CONCEPTO	1997		2004		2009		2016	
	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera
<b>TOTAL CARTERA DE VALORES SIEFORES</b>	<b>6,180,512</b>	<b>100,00%</b>	<b>478,779,561</b>	<b>100,00%</b>	<b>1,126,707,723</b>	<b>100,00%</b>	<b>2,755,970,060</b>	<b>100,00%</b>
<b>VALORES PRIVADOS</b>	<b>59,741</b>	<b>0,97%</b>	<b>71,773,166</b>	<b>14,99%</b>	<b>336,988,328</b>	<b>29,91%</b>	<b>946,412,910</b>	<b>34,34%</b>
Acciones					123,051,913	10,92%	265,760,010	9,64%
Certificados Bursátiles de Corp No finan.	0	0,00%	59,433,999	12,41%	141,731,028	12,58%	182,493,324	6,62%
Obligaciones industriales	0	0,00%	489,307	0,10%	2,480,796	0,22%	149,467,256	5,42%
Certificados de capital de desarrollo (CKDes)							121,690,140	4,42%
Certificados de participación	4,456	0,07%	2,866,975	0,60%	446,068	0,04%		
Eurobonos					24,518,118	2,18%		
Títulos de emisoras extranjeras					41,194,413	3,66%	103,940,755	3,77%
Pagarés a mediano plazo	55,285	0,89%	8,982,884	1,88%				
Certificados bursátiles fiduciarios inmobiliarios							51,939,690	1,88%
Mandatos de inversión, Obligaciones y otros							71,121,735	2,58%
Otros					3,565,992	0,32%		
<b>VALORES GUBERNAMENTALES</b>	<b>6,120,771</b>	<b>99,03%</b>	<b>395,490,310</b>	<b>82,60%</b>	<b>773,543,082</b>	<b>68,66%</b>	<b>1,645,739,875</b>	<b>59,72%</b>
Udibonos	1,507,649	24,39%	31,673,367	6,62%	246,600,854	21,89%	645,470,863	23,42%
Bonos tasa fija			45,220,664	9,44%	282,881,052	25,11%	453,794,227	16,47%
Valores de organismos y empresas del sector público							115,669,641	4,20%
Pagarés y certificados indemnización carretera			28,944,654	6,05%	63,330,170	5,62%	99,516,758	3,61%
Bondes	2,048,335	33,14%	196,589,274	41,06%	26,341,191	2,34%	95,727,763	3,47%
Cetes	2,375,684	38,44%	32,518,614	6,79%	85,662,673	7,60%	130,662,200	4,74%
Ajustabonos	189,103	3,06%	0	0,00%				
UMS			15,195,900	3,17%	23,773,408	2,11%	38,149,957	1,38%
Valores de gobiernos estatales y municipales							30,054,565	1,09%
BPA'S			10,524,255	2,20%	37,479,486	3,33%	26,177,579	0,95%
BREMS			34,823,602	7,27%	7,474,249	0,66%		
Bonos de pensión del ISSSTE							10,516,320	0,38%
<b>VALORES BANCARIOS</b>			<b>11,516,085</b>	<b>2,41%</b>	<b>16,176,313</b>	<b>1,44%</b>	<b>93,530,094</b>	<b>3,39%</b>
Certificados bursátiles banca de dlo			11,515,897	2,41%	10,234,898	0,91%	55,041,573	2,00%
Valores de la Banca Comercial							38,488,522	1,40%
Banco de México			188	0,00%	5,941,415	0,53%		
<b>VALORES DE OTROS IFNB</b>							<b>70,287,181</b>	<b>2,55%</b>
Certificados bursátiles públicos							48,005,583	1,74%
Valores privados							22,281,598	0,11%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. Fecha de consulta 5 de febrero de 2017.

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF68&locale=es>.

Al inicio de sus operaciones, la cartera de las SIEFORES estaba constituida en un 99% por valores de gobierno, compuestos principalmente por Bondes, Cetes y Udibonos. Para finales de 2004 la inversión en valores privados representaba el 15% de la cartera, la mayoría de ellos Certificados bursátiles de Corporaciones no Financieras. Los valores gubernamentales bajaron a 82% del total, y se comenzó a operar con valores de intermediarios financieros. El monto de recursos invertidos por las dos SIEFORES que existían hasta el momento aumentó a 5% de tamaño respecto al PIB

En 2008 se crearon tres SIEFORES adicionales (una de las cuales desapareció en 2012) y se segmenta el universo de ahorradores en función de su edad y el tiempo faltante para su retiro, con el fin de mejorar los rendimientos obtenidos por las entidades y se les permite una mayor exposición al riesgo, aumentando la tenencia de valores privados en la cartera. De esta manera, en 2009, a pesar de los efectos adversos en el mercado accionario producto de la crisis financiera de 2008, la tenencia de acciones en la cartera llegó a niveles cercanos al 11%, y el total de valores privados duplicó su participación, pasando del 14,99% al 29,9% en cinco años. Además de las acciones aumentó el volumen de recursos invertidos en certificados bursátiles, y se realizaron inversiones en Eurobonos y títulos de emisoras extranjeras. Los valores gubernamentales de mayor presencia en la cartera de 2009 son los Udibonos y Bonos tasa fija. Los primeros son valores denominados en UDIS de manera que se protege su valor contra los efectos de la inflación.

Las SIEFORES tienen la necesidad de generar rendimientos con el fin de mantener el valor de los ahorros de los trabajadores. Sin embargo, esto ha llevado a la búsqueda de rendimientos fuera de las fronteras nacionales, en perjuicio del financiamiento a la industria nacional que era uno de los objetivos principales que se esgrimieron a la hora de privatizar estos fondos. De esta manera, en 2010 se permitió que las SIEFORES invirtieran en acciones del exterior, lo que se refleja en el aumento de acciones extranjeras, que para 2016 representaron el 10% del total de la cartera, que sumados a los títulos de deuda del exterior representan el 13.4%.

Por su parte, la tenencia en valores privados nacionales suma 20.9% entre los que se incluyen 5% en acciones, es decir, el 40% de los recursos destinados a financiar al sector privado, se canalizan al exterior.

La tenencia de valores gubernamentales se redujo al 56% de la cartera en 2016, entre los cuales siguen predominando los Udibonos (23,42%) y los Bonos de tasa fija (16,47%), que corresponden a inversiones con un menor riesgo. Además, en el último quinquenio comenzaron a adquirirse valores de organismos y empresas del sector público, así como valores de gobiernos estatales y municipales.

La participación de los valores bancarios en la cartera de las SIEFORES ha sido relativamente baja en todo el periodo, y principalmente se compone de certificados bursátiles de la banca de desarrollo. Finalmente, en el último quinquenio aparecen nuevos rubros relacionados con la adquisición de valores de otras IFNB, entre los que se encuentran certificados bursátiles públicos y valores privados. Aunque su participación en el total de la cartera aún es débil, esto refleja la diversificación del portafolio de las SIEFORES a lo largo del tiempo, buscando aprovechar la regulación más flexible y las nuevas oportunidades ofrecidas por el mercado de valores.

### **3.5.2 Fondos de Inversión**

Las sociedades de inversión captan grandes cantidades de ahorro privado que invierten en el mercado de capitales, intermediando entre éste y los inversionistas individuales que de otro modo difícilmente podrían invertir en los valores que se ofrecen en la bolsa. Los ahorradores de estas entidades obtienen una parte de la propiedad de la sociedad en proporción a la inversión que realizan. Además, las sociedades invierten de manera especializada de acuerdo al perfil de riesgo de los inversores permitiendo la diversificación de la inversión. Por lo tanto, existen Sociedades de Inversión de deuda, Sociedades de Inversión de renta variable y Sociedades de Inversión de Capital.

El objetivo de las sociedades de inversión es fomentar el ahorro interno, además de captar ahorro externo al permitir la compra de acciones de inversores extranjeros. El capital obtenido, al igual que el de las SIEFORES, se espera que sea dirigido hacia el financiamiento de proyectos productivos del país.

El objetivo de los fondos según la Ley de Fondos de Inversión promulgada en el año 2001<sup>6</sup> es:

- a) Fortalecer y descentralizar el mercado de valores.
- b) El acceso del pequeño y mediano accionista a dicho mercado.
- c) La contribución al financiamiento de la actividad productiva del país.
- d) La diversificación del capital; y
- e) La protección de los intereses del público inversionista.

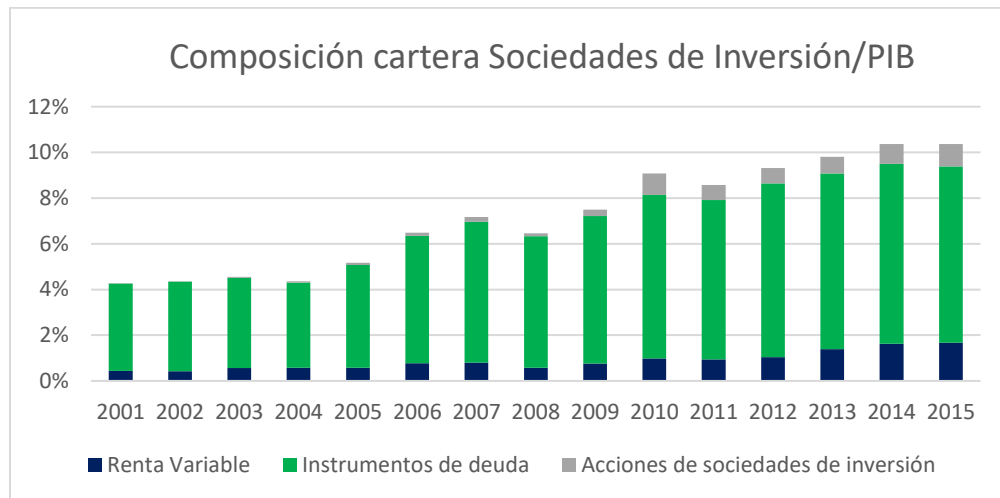
En el presente trabajo nos enfocamos en la función de financiar la actividad productiva del país, por lo que realizamos un análisis de las hojas de balance de las sociedades de inversión para determinar en qué medida se encaminan al cumplimiento de dicho objetivo.

El crecimiento de las Sociedades de Inversión, al igual que las SIEFORES, es considerable, ya que pasaron de administrar recursos por 4.3% del PIB en 2001, a casi 2 billones en 2015, el 10% del PIB. Los activos de estas entidades han crecido desde 2001, con excepción de 2008, cuando se presentó un decrecimiento debido a la crisis.

Los activos de las Sociedades de Inversión son casi en su totalidad inversiones en instrumentos de deuda, aunque después de la crisis de 2008 ha aumentado la participación de las sociedades que manejan activos de renta variable que actualmente representa el 28% del total de activos de las sociedades de inversión, y en menor medida aquellas que operan con acciones, como se muestra en el gráfico 3.19.

---

<sup>6</sup> Ley de Fondos de Inversión. Última reforma publicada DOF 13-06-2014 [http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/69\\_130614.pdf](http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/69_130614.pdf)



Gráfica 3.19

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF47&locale=es> Fecha de consulta 31 de enero de 2017

El Banco de México reporta información desagregada de las hojas de balance de los fondos de Inversión desde 2001, que se resume en la tabla 3.4. En el periodo de 2001 a 2016 vemos un cambio importante tanto en el valor como en la composición de los activos, con una participación del gobierno que se ha reducido ligeramente, mientras se ha aumentado la inversión en acciones que en 2001 representaban el .2% respecto al PIB y para 2016 este porcentaje subió a 1.7%, lo que refleja la búsqueda de mayor rentabilidad a cambio de un riesgo mayor. No obstante estos porcentajes son aún pequeño comparados con los de países desarrollados como Estados Unidos donde la relación fondos mutuos-PIB es del 90% para 2014<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Dato de la página de la Reserva Federal de St Louis. <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDI07USA156NWDB>. Fecha de consulta 31 de enero de 2017

TABLA 3.4. EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN. 2001- 2016 (miles de pesos).

CONCEPTO	2001		2007		2016	
	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera
<b>TOTAL CARTERA SOC. DE INVERSIÓN</b>	<b>294.661.301</b>	<b>100,0%</b>	<b>859.478.794</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.046.666.835</b>	<b>100,0%</b>
<b>GOBIERNO</b>	<b>180.612.295</b>	<b>61,3%</b>	<b>517.704.582</b>	<b>60,2%</b>	<b>1.175.988.774</b>	<b>57,5%</b>
<b>CORPORACIONES NO FINANCIERAS</b>	<b>43.005.187</b>	<b>14,6%</b>	<b>187.230.466</b>	<b>21,8%</b>	<b>432.828.400</b>	<b>21,1%</b>
Acciones de empresas	27.112.715	9,2%	86.310.426	10,0%	278.449.433	13,6%
Acciones de empresas promovidas	3.057.054	1,0%	3.983.102	0,5%	8.433.961	0,4%
Títulos opcionales	46.466	0,0%	6.523.188	0,8%	57.334.716	2,8%
Obligaciones	342.849	0,1%	5.560	0,0%	0	0,0%
Papel privado	12.446.103	4,2%	90.408.190	10,5%	88.610.290	4,3%
<b>TÍTULOS BANCARIOS</b>	<b>70.998.357</b>	<b>24,1%</b>	<b>129.372.814</b>	<b>15,1%</b>	<b>239.237.164</b>	<b>11,7%</b>
<b>ACCIONES DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN</b>	<b>45.463</b>	<b>0,0%</b>	<b>25.170.932</b>	<b>2,9%</b>	<b>198.612.497</b>	<b>9,7%</b>

Fuente: Elaboración propia datos Banco de México. Fecha de consulta 8 de febrero de 2017  
<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF47&locale=es>.

En 2001 los valores gubernamentales representaban el 61% del valor total de la cartera, mientras los valores de corporaciones no financieras representaban el 14.6% y los títulos bancarios eran un porcentaje elevado del portafolio con un 24.1%. En el periodo comprendido entre 2001 y 2004, posterior a la crisis de las *dotcom* en Estados Unidos que paralizó los mercados, la participación del monto de los activos manejados por las sociedades de inversión en la economía en general se mantiene constante, alrededor de un 4%, sin embargo, después de 2004 y hasta la crisis *subprime* los recursos en manos de estas sociedades crecieron de manera considerable.

En 2007 la participación de los valores del gobierno en su cartera de activos es similar respecto de la presentada en 2001, ya que sólo disminuyó en 1,1%, sin embargo, se observa una disminución en la participación de los títulos bancarios para aumentar la de las corporaciones no financieras, que se explica principalmente por la mayor inversión en papel privado, la cual creció del 4,2% de la cartera al 10,5%.



Para 2008, como resultado de la crisis se presenta una caída del 10% del tamaño de estas instituciones financieras afectando la compra de títulos de renta variable y de los valores de las empresas en general. A partir del 2009 hay una recuperación que se prolonga hasta el 2014 cuando alcanza el tamaño pico de 10.4% respecto al PIB, los dos siguientes años hay una ligera caída que coloca a estos inversionistas con un tamaño del 10.0%.

En el periodo 2008-2016 no hay un cambio significativo en la presencia de valores del sector privado en el portafolio de las sociedades de inversión, que sigue representando cerca del 21%, sin embargo, la importancia de este financiamiento para la economía si presentó un crecimiento, ya que pasó de representar el 1,5% del PIB al 2.2%. En este último periodo disminuyó la participación del papel privado y aumentó la inversión en acciones de empresas y títulos opcionales. Por otro lado, la inversión en títulos bancarios continuó su tendencia descendente, y se presentó un aumento considerable en la tenencia de acciones de otras sociedades de inversión, que refleja la mayor interacción entre estas instituciones.

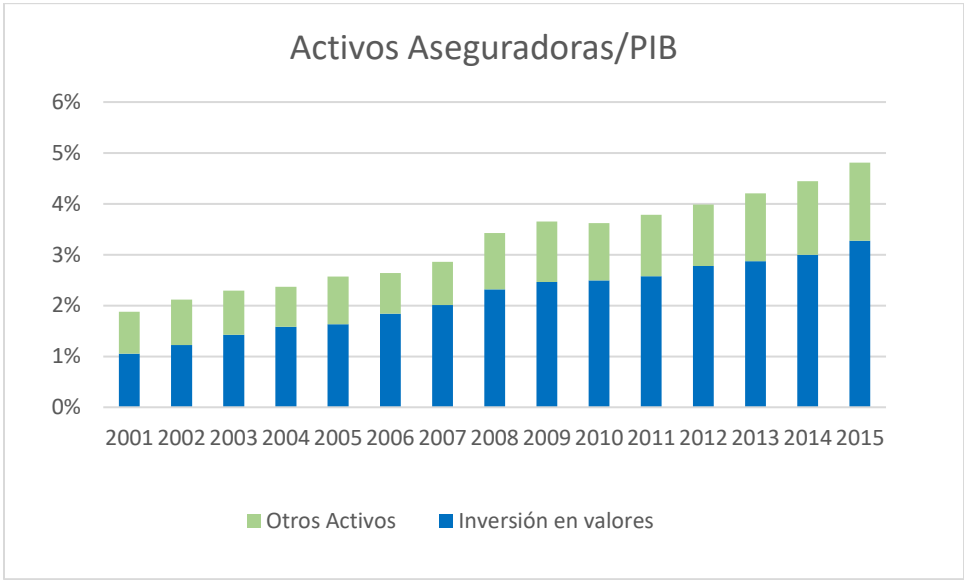
Las sociedades de inversión han sido, durante todo el periodo analizado, una fuente importante de financiamiento para el Gobierno, teniendo en su portafolio valores superiores a un billón de pesos, que representan un 6% del PIB. Los reportos son los instrumentos preferidos de las sociedades de inversión con una proporción del 32% del total de la cartera, es decir, una tercera parte de los recursos de estos fondos.

### **3.5.3 Compañías de seguros.**

Las entidades con mayor participación en la intermediación financiera son las Sociedades de Inversión y las SIEFORES estudiadas en los apartados anteriores, el tercer lugar corresponde a las Compañías de Seguros, que en México manejan recursos por el 5.2% del PIB e invierten en valores el equivalente al 3.3%. El objetivo

de las aseguradoras es promover el ahorro interno, ofrecer protección a sus asegurados y robustecer el mercado de capitales.

Como se observa en el gráfico 3.24, estas entidades han aumentado su participación en el mercado de valores y en la economía en general a partir de la década de los 90, cuando el cambio en la estructura financiera permitió que tuvieran mayor acceso al mercado.



Gráfica 3.20

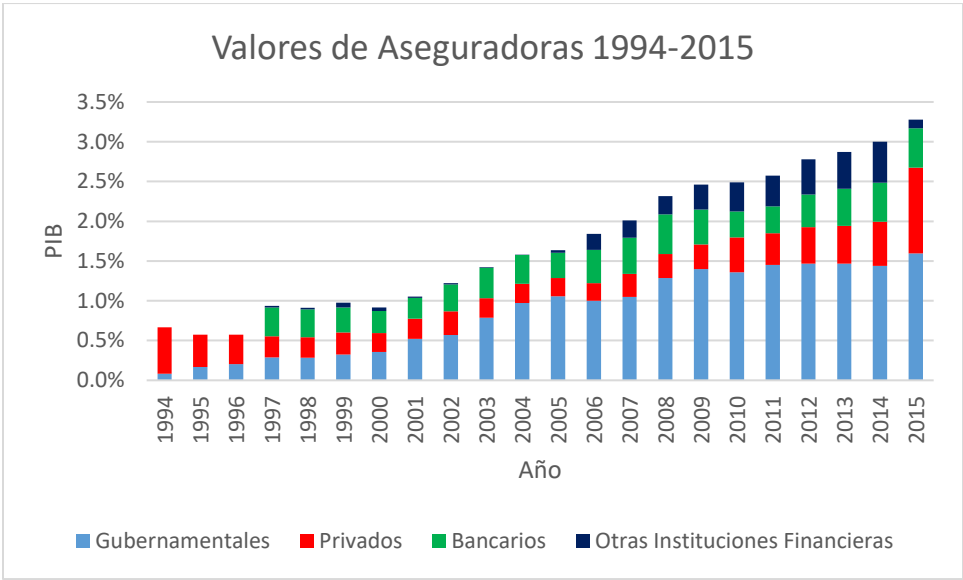
Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

<http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF42&locale=es> Fecha de consulta 12 de diciembre de 2016

De 2001 a 2015 las aseguradoras pasaron de tener poco más de 100 mil millones en activos a casi 1 billón, lo que representa un cambio de 2% a 4.8% respecto al PIB. A diferencia de los fondos de inversión y de las SIEFORES, a las compañías aseguradoras les está permitido adquirir activos de corto plazo de los que puedan disponer rápidamente, debido a las contingencias que deben cubrir, por lo que sólo

invierten el 70% de sus recursos en valores, lo que significa que el monto total de financiamiento que otorgan asciende al 3.28% en relación al PIB.

El gráfico 3.25 permite observar el crecimiento en la actividad de las aseguradoras entre 1994 y 2015, periodo en el cual los títulos financieros en poder de éstas pasó de menos del 1% respecto al PIB a más del 3%, este incremento se explica principalmente por la participación de los valores gubernamentales, seguido de la tenencia de valores privados. Los títulos bancarios aparecieron en el portafolio de estas entidades en 1997 y desde entonces el volumen de estos instrumentos en su poder se mantiene constante como porcentaje del PIB, finalmente, a partir de 2006 se observa un aumento en la inversión en activos de otras instituciones financieras.



Gráfica 3.21

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México. <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF42&locale=es>. Fecha de consulta 12 de diciembre de 2016.

La tabla 3.5 muestra la evolución de la cartera de las aseguradoras entre 1994 y 2016, y permite observar que, a diferencia de lo reportado en el caso de las

SIEFORES y las Sociedades de Inversión, ha aumentado la participación de los valores gubernamentales y la de los valores privados se ha reducido.

TABLA 3.5. EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE LAS ASEGURADORAS 1994 – 2015.

CONCEPTO	1994		2007		2015	
	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera	MONTO	% Cartera
TOTAL CARTERA DE VALORES	17.362.000	100,0%	72.913.278	100,0%	618.527.800	100,0%
Valores Gubernamentales	1.553.000	8,9%	36088285	49,5%	300.902.024	49%
Valores Privados	10.958.000	63,1%	17419685	23,9%	203.651.653	33%
Valores Bancarios	4.851.000	27,9%	18.115.924	24,8%	93.591.905	15%
Valores de otras inst. financieras			1.289.384	1,8%	20382218	3%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF42&locale=es>. Fecha de consulta 13 de diciembre de 2016

Al inicio del periodo los valores privados representaban el 66% del total de la cartera y los valores gubernamentales sólo el 9%, mientras las SIEFORES y las Sociedades de Inversión al inicio de sus actividades presentaban un portafolio compuesto principalmente por títulos del Gobierno. El resto de la década de los noventa supone un cambio en esta composición, aumentando paulatinamente la adquisición de papel del gobierno, que a partir de 1994 comenzó a circular en mayor medida con objeto de financiar el déficit a través de deuda interna.

En el periodo 1994-2001 no hay un crecimiento importante de la cartera de las aseguradoras, con un cambio de 0.9% a 1.1% respecto al producto. A partir de 2001, el crecimiento de las aseguradoras es mayor y más sostenido, y a diferencia de otros intermediarios financieros no se ve afectado por la crisis de 2008. La composición de la cartera en 2007 muestra el crecimiento de los valores gubernamentales que ya representan para el fin cerca del 50% del portafolio, reemplazando la tenencia de títulos privados, cuya participación se redujo a 25%. Además, se comienza a invertir en valores de otras instituciones financieras, aunque su participación aún es incipiente. En 2015 el tamaño del portafolio de las aseguradoras era el 3.3% respecto al PIB, triplicando su tamaño de 1994. Cabe

destacar que del año 2014 a 2015 hubo un crecimiento del 15% anual, el mayor en 5 años. En cambio, la composición de la cartera no sufre demasiadas modificaciones, para 2016 el papel gubernamental representa el 49%, un nivel muy similar al 50% reportado en 2007, el papel privado el presenta una recuperación al representar el 33% del portafolio, se reduce la participación de los valores bancarios y aumenta la de los activos de otras instituciones financieras.

TABLA 3.6. COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE LAS ASEGURADORAS 2015.

VALORES	MONTO	TOTAL	%PIB
<b>TOTAL CARTERA DE VALORES ASEGURADORAS</b>	<b>618,527,800</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.28%</b>
<b>VALORES GUBERNAMENTALES</b>	<b>300,902,024</b>	<b>48.65%</b>	<b>1.66%</b>
UMS	85,390,541	13.81%	0.47%
Bonos tasa fija 10 años	71,353,500	11.54%	0.39%
Otros	58,444,469	9.45%	0.32%
Udibonos	36,089,626	5.83%	0.20%
CETES	19,852,341	3.21%	0.11%
BONDES	13,188,282	2.13%	0.07%
Pagaré de indemnización carretera	8,630,899	1.40%	0.05%
BPA'S	7,952,366	1.29%	0.04%
<b>VALORES PRIVADOS</b>	<b>203,651,653</b>	<b>32.93%</b>	<b>1.12%</b>
Otros	111,195,986	17.98%	0.61%
Certificados bursátiles	41,471,657	6.70%	0.23%
Acciones	25,762,877	4.17%	0.14%
Valores en moneda extranjera	24,077,652	3.89%	0.13%
Certificados de capital de desarrollo	1,047,390	0.17%	0.01%
Obligaciones	96,091	0.02%	0.00%
<b>VALORES BANCARIOS</b>	<b>93,591,905</b>	<b>15.13%</b>	<b>0.52%</b>
Pagaré con rendimiento	37,417,656	6.05%	0.21%
Certificados de depósito	26,383,976	4.27%	0.15%
Certificados bursátiles	11,551,454	1.87%	0.06%
Otros	12,282,935	1.99%	0.07%
Certificados de participación	4,168,334	0.67%	0.02%
Obligaciones subordinadas	1,287,643	0.21%	0.01%
Depósitos a plazo	205,351	0.03%	0.00%
Aceptaciones Bancarias	179,038	0.03%	0.00%
Acciones Bancarias	115,518	0.02%	0.00%
<b>VALORES DE OTRAS IF</b>	<b>20,382,218</b>	<b>3.30%</b>	<b>0.11%</b>
Certificados bursátiles	18,234,353	2.95%	0.10%

Otros	1,482,146	0.24%	0.01%
Acciones	665,719	0.11%	0.00%

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México.

<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=19&accion=consultarCuadro&idCuadro=CF42&locale=es>. Fecha de consulta: 13 de diciembre de 2016

Los valores gubernamentales con mayor volumen en la cartera de aseguradoras son los denominados UMS, que son bonos que emite el gobierno mexicano en el extranjero, seguidos de los bonos tasa fija a 10 años. Dentro de los valores privados, se destaca la participación de los certificados bursátiles que representan el 6%, y de las acciones que corresponden al 4%. El banco de México no especifica qué tipo de valores están incluidos en la categoría “otros”.

### 3.6 CONCLUSIONES.

Las IFNB adquirieron una importancia notable en México a partir de la década de los noventa, cuando el gobierno comenzó a disminuir su tamaño y reorientó la política gubernamental de financiamiento que cambió deuda externa por interna. En este contexto, aunado a la desregulación internacional y el surgimiento de instrumentos financieros, igualaron su importancia a la de los intermediarios bancarios como entidades proveedoras de financiamiento en la economía.

Desde su surgimiento hasta la actualidad, los grandes inversionistas institucionales han modificado la composición de su portafolio. Las SIEFORES y los Fondos de Inversión cada vez tienen más valores del sector privado en sus carteras, pero los valores gubernamentales siguen siendo predominantes. Por su parte, las aseguradoras han aumentado su tenencia de títulos públicos, aunque por la naturaleza de su actividad, que requiere reservas de liquidez importantes, se espera que inviertan principalmente en activos de corto plazo.

Aunque las IFNB han ayudado a dinamizar la actividad productiva del país a través de proveer financiamiento, dados los altos volúmenes de recursos que manejan,

estos capitales siguen financiando principalmente al gobierno y en los últimos años se dirigen también a mercados extranjeros.

La mayor participación de capitales extranjeros en el sistema financiero mexicano puede ayudar a financiar la actividad productiva y se ha convertido en uno de los sustitutos del financiamiento bancario para las empresas, al mismo tiempo que ha permitido el crecimiento de los mercados de acciones y de bonos, sin embargo, estos capitales son una fuente importante de inestabilidad debido a que responden rápidamente a shocks externos.

El análisis de la relación que existe entre la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos con la entrada de capital extranjero a México confirma el efecto de dicha tasa sobre la inversión de portafolio en el país. Mientras la tasa de interés en Estados Unidos se mantuvo en un nivel normal de entre el 3% y 5% en el periodo 1994-2008, el ahorro de residentes extranjeros no sobrepasó el 3% respecto PIB mexicano. En medio de la Gran Recesión de 2008 la tasa de interés estadounidense cayó hasta rozar el 0% al tiempo que la inversión de no residentes en México se elevó, alcanzando un tamaño de 14% respecto al PIB. Es claro concluir que ante la normalización de la tasa de interés del país norteamericano, habrá salida de capitales, haciendo urgente que la intermediación no bancaria sea capaz de sostener la captación de ahorro financiero.

En el contexto financiarizado de la economía, la intermediación no bancaria ha sobrepasado el papel del sector bancario. Si bien aún no se puede hablar de un sistema financiero igual de amplio que el de los países anglosajones, si se muestra una tendencia que indica que en los próximos años los recursos manejados por las instituciones no bancarias sobrepasarán de manera significativa los activos del otrora dominante sector bancario. En 2001 el tamaño de la banca comercial y de desarrollo en conjunto eran del 32%, para 2016 es del 38.5%, un aumento poco significativo comparado con el de los intermediarios financieros no bancarios que en el mismo periodo aumentaron su tamaño de 14.3% al 38.8% respecto al PIB, aunque destaca el hecho de que los valores gubernamentales son el principal componente de sus portafolios.

La necesidad del gobierno de financiar su déficit lo ha llevado a concentrar, mediante tasas de interés competitivas, recursos que podrían colocarse en inversiones productivas. No obstante, el fondeo a la actividad productiva también muestra crecimiento importante. En el periodo 2001-2016 los valores privados en manos de SIEFORES, Fondos de Inversión y Compañías de Seguros, crecieron del 1% al 8% respecto al PIB, cercano al 12% del crédito bancario a empresas, pero con tasas de crecimiento mayor.

Mientras el sistema financiero mexicano siga expuesto a las cambiantes condiciones financieras del exterior, los recursos seguirán buscando valores que ofrezcan relativa seguridad. En la medida que se logre fortalecer la estructura financiera interna, habrá mayor financiamiento disponible para fondear inversiones productivas en cuyo caso el papel de los intermediarios financieros no bancarios será decisivo.



## CONCLUSIONES GENERALES.

La naturaleza de los mercados financieros, en donde los intermediarios no bancarios realizan su función de fondeo, es distinta según el enfoque teórico que la estudie. En la visión neoclásica el dinero es neutral, la tasa de interés una variable real, el ahorro precede a la inversión, los mercados financieros son eficientes por lo que no es posible tener ganancias financieras y los precios son correctos.

En el enfoque heterodoxo, basado en ideas de Keynes y reforzadas por el planteamiento de los Post-Keynesianos y la Teoría del Circuito Monetario, el dinero no es neutral en tanto incide en la producción y genera ingreso y ahorro. La tasa de interés es una variable monetaria y los mercados financieros son un espacio sujeto a la especulación en donde pueden desencadenarse procesos de inflación en los activos financieros, lo que genera ganancias financieras y propicia inestabilidad por el lado de la inversión, aunque también permite generar liquidez a los activos íliquidos.

La evidencia empírica de la inestabilidad y las crisis recurrentes nos conduce a analizar el papel de los intermediarios no bancarios desde el enfoque heterodoxo porque permite entender mejor el funcionamiento de los intermediarios financieros bancarios a la luz de las diferentes crisis.

Keynes propuso la teoría de la preferencia por la liquidez como elemento desestabilizador de la inversión y generador de la crisis aunque señaló que el mercado de capitales asume la función de fondear a la actividad de acumulación. Minsky desarrollo la hipótesis de la inestabilidad financiera con base en lo cual argumentó que el sistema financiero es propenso a ciclos, con sobre y subinversión pero a la vez fondea a las instituciones bancarias y, por esa vía endogeniza al dinero. Los intermediarios no bancarios como los fondos de inversión deben cubrirse del riesgo considerando que son propensos a corridas de capital, mientras que los fondos de pensiones, con regulaciones dirigidas a evitar la pérdida de valor

de sus inversiones, también tienden a poseer valores de muy bajo riesgo en etapas de incertidumbre sobre los rendimientos de inversiones de largo plazo.

La teoría del circuito monetario aborda elementos relacionados a las deudas que origina el sector bancario y señalan cómo éstas se crean y se destruyen y resalta las posibles rupturas del circuito como resultado de la dificultad de recircular la totalidad del ahorro que genera la inversión a los mercados financieros. Los intermediarios no bancarios son los responsables de recolectar ahorro financiero y llevarlo de regreso a las empresas y ofrecer liquidez para la realización de los bienes de capital fijo.

El análisis institucional es un elemento fundamental en la discusión de los intermediarios financieros no bancarios. Esta discusión se desarrolla en el segundo capítulo, donde se muestra que los intermediarios financieros no bancarios atravesaron por un profundo cambio en sus hojas de balance y en el alcance de sus operaciones en el modo de producción financierizado, antecedido por los procesos de desregulación, liberalización y globalización a nivel internacional. Estos cambios son notorios en países desarrollados, mientras que en países en desarrollo éste proceso es más lento por la reducida amplitud y profundidad de los mercados financieros domésticos.

Las funciones de los intermediarios no bancarios adquieren mayor importancia a finales de la década de los setenta y principios de los ochenta del siglo pasado, cuando el sector financiero se volvió más rentable en comparación al sector real. En este nuevo periodo hay un cambio en la institucionalidad del sistema económico que transforma las relaciones entre corporaciones no financieras e instituciones financieras, donde destaca un aumento en la actividad de los intermediarios no bancarios llevando a cabo operaciones en busca de ganancias financieras.

Una de las particularidades del periodo de financierización es el impulso a la intermediación financiera fuera de la banca tradicional, capaz de llevar a cabo un mayor volumen de operaciones en un mercado financiero altamente dinamizado. Al mismo tiempo hubo un proceso de adelgazamiento del tamaño del gobierno que

tuvo como consecuencia, entre otras cosas, la privatización de sectores como el de salud y pensiones, propiciando el surgimiento de instituciones no bancarias, los llamados inversionistas institucionales, que se encargaron de la movilización de los recursos de estos sectores.

La apertura financiera creó mercados financieros que permitieron la creciente tenencia de activos internacionales que hizo que los mercados se volvieran propensos a la salida masiva de flujos de capital ante circunstancias externas fuera del alcance de las políticas de los gobiernos locales y sus bancos centrales.

La desregulación tuvo un papel primordial al permitir el surgimiento de entidades no bancarias que pudieran realizar actividades que anteriormente estaban limitadas a los bancos, inundando de recursos el mercado financiero y provocando un proceso inflacionario en el precio de los activos, generando burbujas financieras, que provocaron crecimiento en el sector real. Las innovaciones financieras han sido el medio para lograr una mayor profundidad y liquidez en los mercados financieros sin que se distribuyan de manera eficiente, generando diferentes tipos de riesgos. La experiencia internacional muestra que las innovaciones financieras no sólo no han distribuido eficientemente el riesgo sino que lo acrecientan al surgir instrumentos que por su complejidad resultan opacos y no muestran su alto riesgo hasta que la liquidez y solvencia de las instituciones financieras se desmoronaron al grado de que los gobiernos han tenido que tomar medidas para su rescate, comprobando la incapacidad del mercado de autoregularse. Los intermediarios financieros no bancarios dependen de una eficiente distribución del riesgo para conformar su portafolio con certidumbre, y de esta manera aprovechar su potencial de fondeo en el mercado financiero.

En el tercer capítulo se analiza el sistema financiero mexicano y se señala que aunque aumentó la profundidad del sistema financiero y el tamaño de los intermediarios no bancarios a partir de la década de los noventa del siglo pasado, ello se debe entender en un contexto marcado por la crisis de 1994 en México que afectó al sistema bancario, la crisis *dotcom* del 2001 y la Gran Crisis Financiera del 2008 originada a partir del sector hipotecario, que afectó sustancialmente el

mercado estadounidense provocando que los inversionistas canalizaron su riqueza financiera hacia mercados emergentes, particularmente al sistema financiero mexicano, en busca de crecientes ganancias.

La crisis de 1994 en México caracterizada por la fuga de capital extranjero transformó el sistema financiero mexicano al mismo tiempo que a sus instituciones. El crédito bancario decayó de tal manera que para 2016 aún no recupera su nivel previo a la crisis, mientras que la intermediación no bancaria, a partir de ese periodo creció. Las privatizaciones llevadas a cabo en la década de los ochenta permitieron el surgimiento de inversionistas institucionales que recopilaban grandes cantidades de recursos, ampliaron la demanda de instrumentos no bancarios y fortalecieron a los inversionistas institucionales. Otro factor que estimuló la demanda de instrumentos financieros fue la creciente cantidad de inversionistas no residentes en nuestro país. Su llegada explica en parte la profundización del mercado.

La captación de ahorro financiero pasó de representar el 27% del PIB en 1994 al 54% en 2016. Durante el periodo 1994-2014 se pueden identificar dos sub-periodos divididos por la crisis hipotecaria de los Estados Unidos en 2008. Identificamos también el inicio de un tercer periodo a partir de 2014 en el que la normalización de las tasas de interés de los Estados Unidos está provocando flujos de salida del mercado mexicano.

De 1994 a 2007 el ahorro financiero creció del 28% al 36% respecto al PIB. En este periodo la banca se extranjeriza y los intermediarios no bancarios se hacen más fuerte. Surgen las SIEFORES, en el año de 1997, que acumularon gran cantidad de ahorro financiero y lo trasladaron a la adquisición de valores de deuda en un principio, y de renta variable después, conforme la regulación se los fue permitiendo. Por otro lado, en 2001 hay una primera oleada de recursos provenientes del exterior provocado por la crisis de las compañías tecnológicas en Estados Unidos que generó fuga de inversionistas hacia mercados emergentes como México.

Con el colapso de las instituciones financieras en Wall Street en 2008 aunado al recorte en las tasas de interés, el influjo de recursos de inversionistas extranjeros

creció aún más, lo que favoreció principalmente al mercado de bonos mexicano. En el periodo 2008-2014 el ahorro financiero pasó de 36% al 56.8% respecto al PIB. Similar al periodo anterior, los instrumentos financieros no bancarios fueron los responsables de este crecimiento al pasar su captación de 27% al 46% respecto al PIB.

En 2014 comienza el periodo actual, en donde la captación de ahorro financiero ha decrecido del 56.8% al 53.5% respecto al PIB. Al analizar la relación entre la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos con la entrada de capital extranjero a México se confirma el efecto de dicha tasa sobre la inversión de no residentes en el país. A menores tasas de interés en Estados Unidos, la tenencia de títulos financieros mexicanos en poder de no residentes crece. Con el progresivo aumento de la tasa de la Reserva Federal, los instrumentos gubernamentales necesitarán mayores inyecciones de ahorro interno para sostener su déficit, poniendo presión sobre los intermediarios no bancarios que deberán cubrir el vacío dejado por el capital foráneo desviando una vez más su objetivo de financiar la actividad productiva.

El mercado de valores más amplio ha servido para financiar al gobierno federal, que ha intercambiado su deuda externa por interna. De la deuda total del Gobierno Federal 80% es interna contra 20% de deuda externa y del total del ahorro interno los valores gubernamentales captan el 72% a través de sus diferentes instrumentos. Los Intermediarios no bancarios tienen el 40% de estos títulos y los residentes extranjeros el 35%.

Los Intermediarios Financieros no Bancarios más importantes en el SFM, por su tamaño, son las SIEFORES, los Fondos de Inversión y las Compañías de Seguros. En el año 2014 la intermediación financiera no bancaria en conjunto sobrepasó el tamaño del sector bancario. En 2001 el tamaño de la banca comercial y de desarrollo en conjunto era del 32% respecto a PIB y para 2016 es de 38.5%, mientras que los intermediarios no bancarios aumentaron su tamaño de 14.3% a 38.8% respecto al PIB en el mismo periodo, destacando en su portafolio el alto porcentaje de valores gubernamentales.

La necesidad del gobierno de financiar su déficit lo ha llevado a atraer, mediante tasas de interés más competitivas, recursos que podrían colocarse en inversiones productivas. No obstante, el fondeo a la actividad productiva también muestra crecimiento. En el periodo 2001-2016 los valores privados en manos de SIEFORES, Fondos de Inversión y Compañías de Seguros, crecieron del 1% al 8% respecto al PIB, cercano al 12% del crédito bancario a empresas, pero con tasas de crecimiento mayor.

El presente trabajo ha permitido comprobar la hipótesis de que la IFNB ha tenido creciente participación en el SFM sin lograr acelerar el financiamiento a la producción. Mientras el proceso de financiamiento en México siga dependiendo de las condiciones económicas y financieras del exterior los inversionistas seguirán buscando valores que ofrezcan seguridad y seguirá habiendo subutilización del ahorro financiero disponible. Las IFNB tienen el potencial de canalizar los grandes montos de recursos que recolectan hacia inversiones productivas en el país, sin embargo, el aprovechamiento de esa capacidad ha sido insuficiente, debido a que los recursos se han orientado hacia valores de Gobierno en vez de canalizarlo a valores empresariales que estimulen la inversión, el ahorro y el producto. En la medida que se logre fortalecer la estructura financiera interna, habrá mayor financiamiento disponible para actividades productivas, en cuyo caso el papel de los intermediarios financieros no bancarios será determinante.

## BIBLIOGRAFÍA

Ayala, E. (1990) "La teoría cuantitativa del dinero". *Economía, teoría y práctica* 15. UAM, México. pp 137-157.

Bernanke, B. (2007). *Regulation and financial innovation*. Speech Atlanta's 2007 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070515a.htm>.

Fecha de consulta 29/X/2016.

Blanco, F. (2012). *La bursatilización como medio de fondeo para los intermediarios financieros no bancarios: el caso de las SOFOLES en México (2002-2009)*.

México, Tesis UNAM.

Bossone, B (2001) "Circuit Theory of banking and finance" *Journal of Banking and Finance* 25. pp 857-890.

Boyer, R. (2000) "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", *Economy and Society*, Vol 29,1 pp 111-145.

Burns, A; Kida, M; Lim, J; Mohapatra, S; Stocker, M. (2016) "Unconventional monetary policy normalisation and emerging-market capital flows". En *Quantitative Easing. Evolution of economic thinking as it happened on Vox*, W.J. Den Haan editor, CEPR Press, Londres, pp 237-248.

[http://voxeu.org/sites/default/files/image/FromMay2014/QE\\_ebook.pdf](http://voxeu.org/sites/default/files/image/FromMay2014/QE_ebook.pdf) Fecha de acceso 9/X/2016.

Carsten, T. (1990) "El Plan Brady y la negociación de la deuda mexicana". *Revista Comercio Exterior* Vol. 40 (4). México. pp. 303-308.

Correa, E & Girón, A. (1998) *Mercados financieros globales. Desregulación y crisis financieras*. México.

<http://www.ub.edu/prometheus21/articulos/nautas/25.pdf> Fecha de consulta: 08/VIII/2016

Crotty, J. (2005) "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era" *Research Briefs* Vol. 5, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

<https://core.ac.uk/download/pdf/6548878.pdf> Fecha de consulta. 07/IX/2016

D'Arista, J. (2010) "Agenda para la Reforma Monetaria". *Ola Financiera* Vol. 3 (5) UNAM, México. pp 1-39.

<http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/issue/view/1937>. Fecha de acceso 2/XII/2016

Edwards, S. (1996): "The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 5811, Cambridge.

<http://www.nber.org/chapters/c6246.pdf>. Fecha de consulta: 12/XI/2016.

Fisher, I. (1922) *The purchasing power of money*. Nueva York, The Macmillan Company.

[http://eet.pixel-](http://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/Fisher%20The%20Purchasing%20Power%20of%20Money.pdf)

[online.org/files/etranslation/original/Fisher%20The%20Purchasing%20Power%20of%20Money.pdf](http://eet.pixel-online.org/files/etranslation/original/Fisher%20The%20Purchasing%20Power%20of%20Money.pdf) Fecha de consulta: 6/III/2016

Fama, E. (1995) "Random walks in stock market prices" *Financial Analysis Journal* Vol. 51 (1).

<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v51.n1.1861>. Fecha de acceso: 15/III/2016

Friedman, M. (1956) *Studies in the quantity theory of money*. EUA, University of Chicago Press.

Friedman, M. (1980) *Free to choose*. Nueva York, Harcourt Brace Jovanovich (HBJ).

Graziani, A. (2003) *The monetary theory of production*. Cambridge, Cambridge University Press.

Guillén, A. (2009). "Crisis global: de las hipotecas a la recesión generalizada". *Ola financiera* Vol. 2 (2) UNAM México. pp 60-97.

<http://www.revistas.unam.mx/index.php/ROF/article/view/23034/21846>. Fecha de consulta 10/X/2016

Gurley, J (1970) *Money in a theory of finance*. EUA, The brooking institutions.

Guttman, R. (2008). *A primer on finance-led capitalism and its crisis* . citado en Domínguez 2015.

Hein, E. (2009). "A (Post-) Keynesian perspective on financialisation". *Macroeconomic Policy Institute*. Dusseldorf, Alemania.

[https://www.boeckler.de/pdf/p\\_imk\\_studies\\_01\\_2009.pdf](https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_studies_01_2009.pdf). Fecha de consulta: 29/IV/2017



Financial Stability Board (2012). *Global Shadow Banking Monitoring Report*. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf> Fecha de consulta: 13/XI/2016.

Keynes, J.M. (1930) *Treatise of money*. Universidad de Indiana, Macmillan Company.

Keynes, J.M. (1936) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Fondo de Cultura Económica 4ta edición. México.

Keynes, J.M. (1937) "The ex ante theory of the rate interest" *Economic Journal* UK No. 47 pp 663-669.

Kregel, J. (2007) *The Natural Inestability of Financial Markets*. Nueva York. The Levy Economics Institute. Working Paper No. 523

Kregel, J. (2004) "External financing for development and international financial inestability" *United Nation Conference on Trade and Development*. UN. Nueva York y Génova.

<https://www.g24.org/wp-content/uploads/2016/01/32.pdf>. Fecha de consulta 04/IV/2016

Kregel, J. (2008) *Changes in the US financial system and the crisis subprime*. Nueva York. The Levy Economics Institute. Working Paper No. 530

Lazonick, W & O`Sullivan, M. (2000) "Maximazing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*. Vol. 29 (1) pp 13-35.

Levy, N. (2001) "*Cambios institucionales del sistema financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994*" México. UNAM.

Levy, N. (2006) "El efecto de los fondos de pensiones en el sistema financiero mexicano" En *Reforma Financiera en América Latina* E. Correa & A. Girón edits. CLACSO, Buenos Aires, Argentina. pp.279-299.

<http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/coediciones/20100825031303/13orlik.pdf>  
Fecha de acceso 08/X/2016

Levy, N. (2010) "Innovación financiera y crecimiento económico" *Ola Financiera* Vol 3 (5) UNAM, México. pp 71-101.

Lysandrou, P. (2012). "The primacy of hedge funds in the subprime crisis". *Journal of Post Keynesian Economist* Vol. 34 (2).

Lysandrou, P., & Nesvetailova, A. (2014). "The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view". *Review of linternational Political Economy*. Vol. 22 (2).

<http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09692290.2014.896269> Fecha de consulta: 15/XI/2016.

Mankiw, G (2006) *Macroeconomía*. Barcelona. Antoni Bosch Editor.

Mantey, G (1997) *Lecciones de economía monetaria*. México, UNAM.

Medialdea, B., y Álvarez, N. (2008). *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*. Madrid, Instituto Complutense de Estudios Internacionales .  
<https://www.ucm.es/data/cont/docs/430-2013-10-27-2008%20WP07-08.pdf>. Fecha de consulta: 11/XI/2016

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

Minsky, H. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. EUA. McGraw Hill Professional.

Orhangazi, O. (2008) "Financialisation and capital accumulation in the non financial corporate sector. A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003" *Cambridge Journal of Economics* Vol. 32. pp 863-886.

Pánico, C. (1988) *Interest and profit in the theories of value and distribution*. Studies in Political Economy John Eatwell editor. MacMillán Press. London.

Pánico, C. y Pinto, A (2017) "Income Inequality and the Financial Industry "Metroeconomía" 00 pp. 1-21. <https://doi.org/10.1111/meca.12165>. Fecha de consulta: 30/IV/2017.

Parramón, E. (2014) "Claves para entender la banca en la sombra: Skadow Banking" Madrid, *Análisis Financiero* no.125 pp. 67-76.

Russel, E. (2008) *New Deal banking reforms and keynesian welfare state capitalism*. New York: Routledge.

Seccareccia, M. (2014). "Financialization and the transformation of the comercial banking: understanding the recent Canadian experience before and during the international financial crisis". *Journal of Post Keynesian Economics* Vol. 35 (2) pp. 277-300.  
<http://dx.doi.org/10.2753/PKE0160-3477350206> Fecha de consulta: 20/IV/2016.

Stockhammer, E (2010) "Financialization" en *Handbook of critical issues in finance*, J, Toporowsky & J. Michell edits. Londres. Edward Elgar Publishing. Pp 121-125

Tobin, J (1963) "Comercial banks as creators of "money"" *Cowles Foundation for Research in Economics*. Yale University.  
<http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/d01/d0159.pdf> Fecha de consulta: 28/IV/2009.

Toporowski, J. (1993) *The economics of financial markets and the 1987 crash*. Edward Elgar Pub.

Toporowski, J. (2010) *Why the world economy needs a financial crash and other critical essays on finance and financial economics*. Londres. Anthem Press.

Toporowski, J. (2012) "Overcapitalization" en *Handbook of critical issues in finance*, J. Toporowsky & J. Michell edits. Londres. Edward Elgar Publishing. Pp 270-273

Toporowski, J. & Michell, Jo. (2013) "Critical observations on financialization and the financial process". *International Journal of Political Economy*. Vol. 42 (4) Londres. pp 67-82.

Villagómez, A. y Hernández, J. (2010) "Impacto de la reforma al sistema de pensiones en México sobre el ahorro". *Economía Mexicana. Nueva Época* Vol. XIX (2) Centro de Investigación y Docencia Económicas. México. pp 271-310.

White, E. (2009) *Lesson from the history of bank examination and supervision in the United States, 1863-2008*. Rutgers University. New Jersey.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2101709](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2101709). Fecha de consulta 28/IV/2017.

Wicksell, K (2000) *La tasa de interés y el nivel de precios*. Madrid. Aosta press.