



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

**EL IMPACTO DEL MERCADO DE CAPITALES
EN EL FINANCIAMIENTO DE LA INVERSIÓN.
MÉXICO 1990-2000**

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A:
AZALEA DEL CARMEN CLEMENTE BLANCO



ASESORA: DRA. NOEMÍ ORNAH LEVY ORLIK

CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO D.F.

MARZO 2004



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.

INDICE

	Página
AGRADECIMIENTOS	3
INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO I	
Elementos Teóricos sobre la función del Mercado de Capitales en el Financiamiento del Crecimiento	9
1.1. Ahorro e Inversión. Controversia entre el argumento del Ahorro ex ante y el Ahorro ex post	10
1.1.1. Modelo Neoclásico	14
1.1.2. Modelo de Keynes	17
1.1.3. Modelo de la Síntesis Neoclásica	20
1.1.4. Escuela Monetarista: Friedman	23
1.2. Financiamiento y Fondeo	25
CAPÍTULO II	
La Globalización Financiera y el Mercado de Capitales como Mecanismo de Fondeo	30
2.1. Entorno financiero mundial en el periodo de Bretton Woods	31
2.2. Efectos Institucionales de la ruptura de Bretton Woods. Era de Desregulación y Liberalización Financiera	35
2.2.1. Los 70's, primeros años del sistema Pos Bretton Woods	36
2.2.2. La década de los ochenta, crisis de deuda y crac bursátil. Inicio del proceso de desregulación y liberalización financiera	39
2.2.3. Los 90's crisis en las Economías Emergentes	43
2.3. Situaciones perversas de la Desregulación y Liberalización Financiera	50
CAPITULO III	
El Papel del Sistema Financiero en la Economía Mexicana	55
3.1. El Sistema Financiero Mexicano en un entorno financiero mundial regido por el Sistema Bretton Woods	56
3.1.1. Antecedentes del sistema financiero mexicano	56
3.1.2. Desarrollo del sistema financiero de los años cuarenta a los sesenta	57
3.2. El sistema financiero mexicano en la década de los setenta	64
3.2.1. El papel del sistema financiero bajo el modelo económico de desarrollo compartido	64
3.2.2. El desarrollo del sistema financiero de 1977 a 1979	66
3.3. El sistema financiero mexicano en la década de los ochenta. Crisis de la deuda externa de 1982 y crac bursátil en 1987	70
3.3.1. Crisis de la deuda externa de 1982	70

3.3.2. El crac bursátil de 1987 y la posterior recuperación del sistema financiero mexicano	75
3.4. El sistema financiero mexicano en la década de los noventa	79
3.4.1. Situación de la economía mexicana y del sistema financiero en la década de los noventa	80
3.4.2. Estructura del mercado de valores	87

CAPÍTULO IV

El Mercado de Capitales y la Inversión en México en un Contexto de Desregulación y Liberalización Financiera en la Década de los Noventa

4.1. Principales políticas de liberalización y desregulación financiera implementadas en México en los noventa	96
4.2. El mercado de Capitales y la Inversión en México 1990-2000	97
4.2.1. Número de Emisoras que cotizan en la BMV	98
4.2.2. Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV	99
4.2.3. Volumen e Importe Operado en la BMV	102
4.2.4. Múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable	105
4.2.5. Valor de capitalización del mercado	108
4.2.6. Tasa de Interés Vs. Rendimiento del IPyC	109
4.2.7. Financiamiento e Inversión	113
	114

CONCLUSIONES GENERALES	131
-------------------------------	-----

BIBLIOGRAFÍA	138
---------------------	-----

AGRADECIMIENTOS

A mis padres, Edray y Asalia, las gracias son poco, pero aún así quiero manifestárselas por haber estado siempre a mi lado, porque su amor manifiesto en el apoyo, la comprensión, el estímulo, la confianza y muchas cosas más; nunca se apartó de mí.

Además, me permito dedicarles este trabajo y todos los frutos que de él devengan, ya que es el resultado de largos años de dedicación, entrega y estudios lejos del calor del hogar.

A Edray, César, Karla y Karina, infinita gratitud por su inmenso e inagotable amor y por haber tenido que sacrificar nuestros momentos juntos de unidad familiar, sin lugar a dudas el más grande costo, pero a la vez el más grande estímulo.

A mi abuelita Luva, mil gracias, por sus consejos y por todo el apoyo moral y espiritual que me brindó durante mi estancia en la Universidad, sobre todo en los comienzos de mi carrera, por su continua compañía; sin ella, estoy segura, hubiera sido imposible concluir.

Quiero también agradecer a Alejandro, por su infinito amor, apoyo, paciencia, regaños, comentarios y sobre todo, por ser un motivo más para concluir esta etapa de mi vida.

A la Dra. Noemi Levy, muchas gracias, por su compromiso, dedicación, entrega, paciencia y sapiencia, pero sobre todo por el cariño y cuidados que me procuró a lo largo de todo mi trabajo de tesis.

Agradezco asimismo, a todos y cada uno de los académicos e investigadores a quienes tuve la oportunidad de leer y aprenderles al máximo, para generar el presente trabajo que hoy me ocupa.

Y finalmente, muchas gracias a todos aquellos que se sientan omitidos de esta página pero no así de mi corazón.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo surge por la inquietud de tratar de entender el papel que el mercado de capitales debe cumplir en la economía.

Existe una discusión teórica respecto de las funciones del sistema financiero, particularmente, del mercado de capitales. De hecho, entre el discurso y la realidad se presenta una contradicción; llama la atención que, cuando mayor liquidez existe en la economía, menor es el crecimiento económico y, que luego de realizar las transformaciones institucionales en búsqueda de incrementar el ahorro, ocurren profundas crisis financieras.

Específicamente, en México, el mercado de capitales ha ido cobrando fuerza a partir de la década de los noventa, por lo que se torna importante el estudio y el análisis de su evolución.

El objetivo central del presente trabajo es analizar el papel que ha jugado el mercado de capitales en el financiamiento de la inversión en México entre 1990 y 2000.

Para dar cuenta de la función que el mercado de capitales debe cumplir en la economía, retomamos el debate entre la corriente ortodoxa y la teoría de la demanda efectiva.

Por un lado, la Teoría Ortodoxa resalta la economía real de intercambio, donde el dinero es neutral y tiene la función de permitir el intercambio de bienes y servicios, y el financiamiento de la inversión; para esta corriente no existen diferencias entre ahorro y financiamiento.

La teoría ortodoxa proclama la Ley de Say, identifica al ahorro ex ante con la inversión y sugiere que, desequilibrios en el sistema económico pueden corregirse a través de movimientos en la tasa de interés, la cual depende del ahorro y la inversión. Por lo tanto, ven como una condición necesaria afectar al ahorro a través de una mejor recolección del mismo y de políticas encaminadas a estimularlo.

Es aquí donde el sistema financiero, incluido el mercado de capitales como parte de su estructura, cobra importancia. El sistema financiero es visto como el medio a través del cual se pueden procurar recursos que financien a la inversión.

Por otro lado, la Teoría de la Demanda Efectiva visualiza a la economía como un sistema eminentemente monetario, donde el dinero no es neutral, ya que puede afectar a las variables reales.

Particularmente, Keynes consideraba que el dinero es demandado como depósito de valor dada la incertidumbre de los agentes económicos respecto al futuro; es decir, el dinero puede ser demandado con fines especulativos, lo cual permite el atesoramiento, fracturándose con ello a la Ley de Say.

La igualdad *ex ante* entre la Inversión y el Ahorro se considera como una excepción, y éste último es considerado como una variable *ex post*, producto de los procesos de inversión.

Por lo tanto, la condición necesaria para estimular a la inversión no es el ahorro, sino la liquidez de los bancos, la cual permite que el crédito se expanda (o contraiga según sea el caso) como resultado de decisiones de inversión.

A los bancos se les reconoce la capacidad de crear dinero (de manera independiente a la recolección de ahorro), volviéndose la oferta monetaria endógena.

En este contexto, con la presencia de incertidumbre y endogeneidad del dinero, el mercado de capitales cobra importancia. Dado que los préstamos del sistema bancario se caracterizan por ser de corto plazo y los proyectos de inversión tienen un periodo de maduración de largo plazo, se vuelve necesaria la presencia de mecanismos que permitan a las empresas captar recursos de largo plazo.

Uno de los mecanismos propuestos por Keynes es el fondeo a través del mercado de capitales (aunque en la práctica han existido otros mecanismos, v.g. estructuras financieras basadas en el mercado crediticio) el cual captaría los ahorros generados por la inversión y los transformaría en financiamiento de largo plazo para las empresas. Así, éstas podrían cancelar sus deudas de corto plazo y los bancos podrían reponer sus fondos revolventes, evitándose con ello crisis financieras, y permitiéndose estabilidad en el crecimiento económico.

En el marco de esta discusión, la hipótesis de este trabajo es que el mercado de capitales es un mecanismo de fondeo, el cual se vuelve importante en México a raíz de la globalización financiera. Señalaremos que se eliminan las formas alternativas de financiamiento de largo plazo que tuvieron lugar en el modelo de regulación financiera, y

que, sin embargo, el mercado de capitales no cumple con la tarea de fundear a la inversión en la medida que no ha podido erigirse en una institución fuerte y robusta.

Adicionalmente, se considera que bajo la liberalización financiera, dada la gran movilidad del capital financiero internacional, ha existido otro elemento que impide al mercado de capitales cumplir con su función de fondeo a la inversión: ese elemento ha sido la política monetaria que han implementado las autoridades monetarias.

La política monetaria ha asumido la función de estabilizar al tipo de cambio, a través de movimientos de la tasa de interés, lo cual, ha incrementado la inestabilidad del mercado de capitales, ya que los precios de los títulos financieros han sufrido profundas modificaciones, volviéndose más volátiles.

Con el fin de probar las hipótesis antes señaladas, este trabajo se divide en cuatro capítulos, a lo largo de los cuales se lleva a cabo una exposición teórica, histórica y empírica del papel que cumple el mercado de capitales en el fondeo de la inversión.

El primer capítulo presenta una discusión teórica respecto al papel que debe jugar el mercado de capitales en el financiamiento de la inversión. Para lograr el objetivo se subdivide este capítulo en dos partes. En la primera se presenta una discusión sobre el aporte que han brindado los teóricos de las escuelas neoclásica, keynesiana, de la síntesis neoclásica y monetarista con respecto a las funciones que debe cumplir el sistema financiero, particularmente, el mercado de capitales. En la segunda parte, tomando como base al marco teórico desarrollado por Keynes, se exponen los conceptos financiamiento y fondeo de la inversión; resaltándose el papel que juega el mercado de capitales en el fondeo.

El capítulo dos, se destina a la exposición de una breve revisión histórica de los cambios institucionales y de las fuentes de financiamiento que se fueron gestando en el entorno internacional a partir de la conformación del Sistema Bretton Woods (SBW) hasta fines de la década de los noventa.

Para esta presentación histórica se eligen los años comprendidos entre 1944 y 2000, debido a que en ese lapso, el orden financiero internacional atravesó por cambios trascendentales en la organización del capital, dentro de los cuales destacan el paso de una etapa de regulación en los movimientos del capital a una etapa de desregulación y liberalización financiera.

En este contexto, se resaltan dos periodos; el primero, regido por los acuerdos de Bretton Woods, que se caracterizó por tener estabilidad internacional en las monedas; cuya base fue el dólar relacionado a un equivalente en oro, permitiendo movimientos entre las diversas monedas, previa autorización del Fondo Monetario Internacional (el oro bajo esta organización continuó siendo, aunque ahora de manera indirecta, un limitante de la liquidez mundial)

El segundo periodo inicia en 1971 con el rompimiento del SBW y la desaparición del oro como ancla del dinero al darse la desmonetización del oro, debido a la imposibilidad de E. U. por mantener la convertibilidad del dólar en oro. Este periodo en contraste al anterior, se caracteriza por una alta movilidad del capital que trajo consigo nuevas formas de determinación de la tasa de interés y el tipo de cambio; además de profundas transformaciones en el sistema financiero.

Específicamente, se impuso la desregulación y liberalización financiera en los mercados nacionales, que terminaron conformando un mercado monetario global donde los flujos de capital adquirieron gran movilidad; dando fin a los mecanismos tradicionales de fondeo y erigiendo al mercado de capitales como el único mecanismo de fondeo.

El capítulo tres, también realiza una exposición histórica que abarca los años comprendidos entre 1944 y 2000, pero en esta ocasión se centra en el análisis de los cambios institucionales que se gestaron en la economía mexicana.

Se resaltan, particularmente, los cambios que tuvieron lugar en el sistema financiero mexicano, después del proceso de desregulación y liberalización financiera puesto en marcha en México durante la década de los setenta y principalmente en los ochenta; que lograron eliminar los mecanismos de fondeo tradicionales, al suprimirse el encaje legal, debilitarse la banca de desarrollo y eliminarse el encajonamiento del crédito; fortaleciendo a una estructura de fondeo basada en el mercado de capitales.

Por último, en el capítulo cuarto se realiza un estudio empírico de la economía mexicana de 1990 al 2000, en el cual se muestran, por un lado, las diversas políticas de desregulación y liberalización financiera que condujeron a la supremacía del mercado de capitales en México; y, por otro lado, se muestra cómo se estructuró el mercado de capitales durante ese periodo, al tiempo que se destaca el papel que juega en el fondeo de la inversión.

Se observa que efectivamente, como se plantea en la hipótesis del trabajo, el sistema financiero ha presentado importantes transformaciones, entre las cuales destaca la hegemonía que el mercado de capitales cobró en la década de los noventa y las medidas tomadas que condujeron a su profundización. Sin embargo, se muestra que el mercado de capitales mexicano para la década de los noventa, continua siendo un espacio delgado y débil; el cual, cuenta con número reducido de intermediarios e instrumentos financieros.

Así mismo, se indica que es una institución altamente concentrada, rodeada de una alta especulación y volatilidad; que en el marco de la política monetaria implementada en México, en búsqueda de estabilidad cambiaria y contención de la inflación, se ha visto altamente afectada por el efecto negativo que movimientos en las tasas de interés tiene sobre el precio de los títulos negociados en el mercado de capitales.

Por lo tanto, se llega a la conclusión que el mercado de capitales no ha logrado ser un espacio que proporcione fondeo a la inversión dada las características que lo definen en la década de los noventa, y que por ende se vuelve necesaria la existencia de mecanismos alternativos que complementen o refuercen la función de fondeo que debiera cumplir.

CAPÍTULO I

Elementos Teóricos sobre la función del Mercado de Capitales en el Financiamiento del Crecimiento

La estructura económica capitalista se caracteriza por ser eminentemente monetaria, *“... el dinero juega su propio papel y afecta a los motivos y decisiones, y es, en definitiva, uno de los factores que influyen en la situación, de forma que el curso de los acontecimientos no puede predecirse, tanto en el corto como en el largo plazo, sin un conocimiento del comportamiento del dinero a lo largo del proceso...”* (Keynes, C. XIV, 175)

Tomando en cuenta la relevancia que se le ha atribuido al dinero en la economía, el presente capítulo, se enfocará al estudio del mercado monetario, particularmente del mercado de capitales; el cual será entendido como el espacio en el que se negocian activos financieros de renta fija y renta variable, cuya característica principal es ser de largo plazo.

El objetivo será presentar los elementos teóricos que dan cuenta de la función que debe cumplir el mercado de capitales en el sistema económico, para lo cual se destacará la aportación que al respecto han hecho cuatro teorías económicas: la neoclásica, la keynesiana, la síntesis neoclásica y la monetarista (Friedman)

Dentro de estas corrientes teóricas que han surgido y que han tratado de dar cuenta del papel que juega en la economía el mercado de capitales existen teóricos que le han asignado, como única función, la intermediación financiera, es decir, la captación de recursos provenientes de agentes superávitarios y su debida distribución entre los agentes deficitarios.

Por otro lado, se encuentran teóricos que conciben al sistema financiero con diferentes funciones. Particularmente, Keynes consideraba que el mercado de capitales además de ser un intermediario financiero debía ser un mecanismo de fondeo que permitiera estabilidad en el crecimiento económico, el cual era generado vía el sistema bancario a través del crédito.

En el paradigma keynesiano, v.g., se establecen diferencias en las funciones que deben cumplir cada una de las instituciones que conforman al sistema financiero. Al sistema bancario, se le atribuye la función de intermediación financiera, pero a la vez, se le reconoce la capacidad de creación de dinero; convirtiéndose, el crédito, en un elemento dinamizador del crecimiento económico, al proporcionar el financiamiento a la inversión.

En una economía, caracterizada por el financiamiento otorgado vía el sistema bancario, la función del mercado de capitales se visualiza más allá de la simple intermediación financiera.

Al tener el sistema bancario la capacidad de crear dinero y propiciar el crecimiento económico, se vuelve condición necesaria, la existencia de instituciones financieras que proporcionen financiamiento de largo plazo a las empresas (ya que, el financiamiento bancario se caracteriza por ser de corto plazo) para garantizar un crecimiento sostenido.

En estas condiciones, teóricamente, se le ha asignado al mercado de capitales la función de otorgar financiamiento de largo plazo a la inversión (fondeo)¹

Las diversas concepciones que se tienen respecto a la función que cumple el sistema financiero, derivan de la forma en que se concibe a la realidad y a los elementos que suponen y sustentan a cada uno de los modelos económicos que se generan.

Conscientes de estas divergencias tendremos como hipótesis que el mercado de capitales tiene como función fondear a la inversión, es decir, cancelar la asimetría entre las deudas de corto plazo y los flujos de ingresos de las empresas; para lograr que, el crecimiento económico que genera el financiamiento a la inversión vía el sistema bancario, sea estable.

A fin de argumentar lo planteado, el presente capítulo se divide en dos apartados: en el primero se expone la controversia existente entre el ahorro ex ante y el ahorro ex post, para resaltar que la función que asignan cada una de las corrientes teóricas al mercado de capitales, es producto de la concepción que tienen del papel que juegan los ahorros en el sistema económico.

En el segundo apartado, partiendo de la teoría de la Demanda Efectiva, se da cuenta del proceso de fondeo diferenciándolo del proceso de financiamiento a fin de explicar la importancia del mercado de capitales en una economía monetaria.

¹ Se dice que teóricamente, ya que la práctica ha demostrado que existen, además del mercado de capitales, otras estructuras que han proporcionado fondeo a la inversión, v. g. la estructura bancaria.

1.1. Ahorro e Inversión. Controversia entre el Argumento del Ahorro *ex ante* y el Ahorro *ex post*

Se divide al pensamiento económico en dos corrientes: ortodoxa y de la demanda efectiva². La divergencia entre ambas teorías puede circunscribirse alrededor de tres elementos que generan visiones distintas en cuanto a la relación y causalidad entre el ahorro y la inversión: el dinero, el tiempo y la evaluación presente de las decisiones futuras.

En cuanto al dinero, los ortodoxos lo consideran neutral, ya que sólo afecta a los precios monetarios sin alterar a las variables reales de la economía.

Asumen, que todas las mercancías son perfectamente sustituibles por lo que las funciones del dinero pueden ser asumidas por cualquier otro bien (en ausencia de dinero como unidad de cuenta, las transacciones se darían de forma directa, economía de trueque, aunque eso implicara mayores costos); adicionalmente, sostienen que los precios son totalmente flexibles.

Además, consideran que no existen factores productivos desempleados³ y que no existe atesoramiento, lo cual los lleva a identificar el ahorro con la inversión; y, a proclamar la Ley de Say, donde toda oferta crea su propia demanda.

El ahorro y la inversión son tratados como un mismo sujeto, por la razón que señala Studart: *“dado a que las formulaciones teóricas que realiza esta corriente sientan sus bases en una economía agrícola, si la única forma de ahorro son las semillas de trigo, las cuales lógicamente existían con anterioridad al proceso de inversión (producción no consumida, un recurso real), la inversión tiene como única fuente de financiamiento las semillas de trigo ahorradas, pues el ingreso está predeterminado”* (1991:18)

De tal forma, el dinero sólo se demanda para realizar transacciones – intercambiar bienes y servicios- y para financiar a la inversión⁴.

Por otro lado, la igualdad entre el ahorro y la inversión, los lleva a concluir que para llevar a cabo procesos productivos es necesario que exista un ahorro previo (*ex ante*) e instituciones financieras capaces de canalizar los ahorros existentes hacia las empresas.

² Se excluye a la corriente marxista.

³ Se reconocía que en el corto plazo existe un desempleo friccional ocasionado por fluctuaciones transitorias de la economía, las cuales eran ajustadas mediante política económica o a través de las fuerzas naturales de la misma. Dichos ajustes iban a recaer sobre los salarios monetarios, que en tanto determinan al salario real, tendrían un efecto directo sobre el nivel de empleo (Chick, 1990, C. 1)

⁴ Al dinero, no le atribuyen la función de depósito de valor en el largo plazo, por lo tanto, todo el ahorro que se genera en la economía es destinado a la inversión productiva.

La presencia de los sistemas financieros, instituciones e intermediarios, desde la óptica de la teoría ortodoxa, es necesaria únicamente para la recolección de los ahorros generados por los agentes superávitarios y su distribución entre los agentes deficitarios, para permitir de ese modo la igualdad entre el ahorro y la inversión.

En ese sentido, las políticas propuestas por los neoclásicos giran en torno a la generación de mecanismos internos para estimular el ahorro y a la necesidad de abrir el sistema financiero de las economías nacionales, a los flujos de capitales externos, para incrementar el ahorro externo (Stuart, 1991)

En cuanto al tiempo, la corriente ortodoxa, lo considera como tiempo lógico, bajo el cual, existe la posibilidad de medir los eventos futuros tomando como referencia el tiempo pasado y presente (Levy, 2001)

Sostienen que no existe incertidumbre en una economía y que, solamente, se encuentra presente el riesgo, el cual puede ser medido con base en una probabilidad de ocurrencia (esperanza matemática) asociado, por ejemplo, a los rendimientos que se esperan generar de un proyecto de inversión.

Con tiempos lógicos, se encuentran presentes proceso de aprendizaje y error; así, todos los mercados (incluyendo a los que componen al sistema financiero) funcionan con eficiencia y las perturbaciones sólo son temporales. La eficiencia en los mercados se fundamenta en el supuesto de que los individuos son agentes racionales (Levy, 2001)

La evaluación futura de las decisiones presentes será eficiente en la medida que las expectativas de los individuos racionales se cumplan.

En cuanto a la postura del dinero, de la corriente de la Demanda Efectiva, ésta considera que no es neutral, ya que puede influir en las variables reales, a través de la tasa de interés.

Considera que las funciones del dinero no pueden ser asumidas por ninguna otra mercancía, ya que éste cuenta con propiedades esenciales tales como, *tener elasticidad de producción igual o muy cercana a cero; tener elasticidad de sustitución igual o muy cercana a cero y; el costo de transferencia del dinero, de su función de intercambio a depósito de valor (o viceversa) es igual a cero* (Levy, 2001:32)

Desestima la Ley de Say, y sostiene que existen posibilidades de desempleo (afirma que no existe plena flexibilidad de los precios en el corto plazo) y atesoramiento; por lo

cual, no identifica al ahorro con la inversión.

La corriente de la demanda efectiva, sostiene que la inversión es independiente del ahorro, incidiendo en dicha actividad la liquidez de los bancos y su capacidad de otorgar financiamiento; así como, las expectativas de los inversionistas.

Al ahorro lo considera resultado de la inversión –ahorro ex post. De tal forma que, sostiene que el dinero se demanda como medio de pago, unidad de cuenta (el dinero es perfectamente líquido) y, especialmente, como depósito de valor, pues facilita el traspaso del poder de compra presente hacia el futuro. Así, la corriente de la demanda efectiva, considera a la demanda de dinero función del motivo transacción, precaución, financiación y especulación (Chick, 1990)

En cuanto al primer motivo, dado a que el dinero funge como unidad de cuenta, se le demanda para llevar a cabo transacciones de compra-venta.

El segundo motivo, se refiere a la demanda de dinero que realizan los individuos para tener un respaldo para algún imprevisto.

El motivo financiamiento, por su parte, se entiende como el dinero demandado por las empresas para llevar a cabo procesos de inversión.

El cuarto motivo, la especulación, se explica básicamente con el concepto desarrollado por Keynes de “preferencia por la liquidez”. Ésta es entendida como la preferencia de los agentes por mantener dinero ocioso o líquido, lo cual, está en función de la tasa de interés.

Si los individuos prevén que la tasa de interés es demasiado baja y, por lo tanto suponen que aumentará, dada la relación inversa que guarda con el precio de los activos financieros, preferirán tener dinero ocioso en el presente, a cambio de que en el futuro cuando caigan los precios de los activos financieros, lo inviertan en la compra de los mismos, para posteriormente venderlos y así obtener ganancias de capital.

Se daría una situación opuesta si creyeran que la tasa de interés es demasiado alta, ya que supondrán que la tasa de interés tendrá que bajar, aumentando, por lo tanto, el precio de los activos financieros; de este modo el día de hoy invertirán en la compra de tales activos, para posteriormente venderlos y obtener una ganancia de capital⁵.

⁵La tasa de interés bajo la concepción de la demanda efectiva, es un fenómeno monetario, cuyo límite está dado por el estado de liquidez absoluta; tema que se abordará más adelante.

Ahora bien, en cuanto al tiempo, la corriente de la demanda efectiva, lo considera como tiempo histórico, donde no es posible asignar probabilidad de ocurrencia a los acontecimientos.

En el tiempo histórico se considera a la incertidumbre, la cual, aunada a la capacidad del dinero de ser un depósito de valor, afecta a la evaluación presente de las decisiones futuras (Levy, 2001)

Con la intención de resaltar la función que se le asigna al sistema financiero, particularmente al mercado de capitales, en el fondeo de la inversión; se exponen a continuación teorías que han dado cuenta del papel que debe cumplir el sistema financiero en una economía⁶.

1.1.1. Modelo Neoclásico

El modelo neoclásico, se basa en el enfoque marginalista considerando que los mercados de trabajo, bienes y dinero son perfectamente competitivos, que se despejan instantáneamente. Las características del modelo pueden resumirse en tres, tal como lo plantean Carlin y Soskice (1990, 17):

- a) *El nivel de empleo y el nivel de producto se determinan en el mercado de trabajo por la demanda y la oferta de trabajo;*
- b) *La Teoría Cuantitativa del Dinero establece la conexión entre la oferta monetaria y el nivel de precios, esto es, el nivel de precios varía para asegurar que la demanda agregada real, que es una función de la oferta monetaria real, se iguale con la oferta de producto determinada en el mercado de trabajo;*
- c) *El ahorro agregado es igual a la inversión al nivel de pleno empleo gracias a la flexibilidad del tipo de interés.*

De acuerdo a esta teoría, desequilibrios en cualesquier de los mercados pueden corregirse automáticamente por medio de mecanismos estabilizadores que, para que tengan lugar, únicamente requieren de la perfecta flexibilidad de los precios en la economía.

Para el caso de desajustes en el mercado de trabajo, suponen que los salarios

⁶ De las teorías que se expondrán a continuación tres de ellas pertenecen a la corriente ortodoxa, la teoría neoclásica, la síntesis neoclásica y la monetarista. Mientras, que una cuarta, la teoría keynesiana se enmarca dentro de la corriente de la demanda efectiva.

nominales se ajustaran inmediatamente a cambios en la demanda y en los precios, garantizando el pleno empleo de las fuerzas de trabajo.

Desequilibrios en el mercado de dinero por su parte, serán corregidos en virtud a la existencia de precios flexibles.

Para la determinación del nivel de precios el modelo hace uso de la Teoría Cuantitativa del dinero que se expresa como,

$$M/P = (1/v)y$$

donde M es la oferta nominal de saldos monetarios, v es la velocidad de circulación del dinero, y es el ingreso real (el cual está en función del nivel de pleno empleo, por lo tanto del salario real) y P es el nivel de precios.

A la teoría cuantitativa del dinero, puede entonces, considerársele como una teoría de la fijación del nivel de precios⁷; pues se supone que la velocidad de circulación es constante -una unidad de dinero financia a un número fijo de unidades de producto-, que el nivel de producto se determina en el mercado de trabajo y que la oferta monetaria es exógena -determinada por las autoridades monetarias.

Con base en lo anterior, los neoclásicos consideran que un desequilibrio en el mercado de dinero, v.g. un incremento en la oferta monetaria, dado que no afecta a la oferta de bienes y servicios, generará un incremento proporcional en los precios; en la medida que el exceso de dinero será volcado a la compra de bienes, lo cual ocasionará que el mercado automáticamente reaccione empujando los precios al alza en la misma proporción al aumento inicial de la oferta monetaria.

Con relación a los desequilibrios en el mercado de bienes, consideran que existen dos mecanismos de ajuste para estabilizarlo, cuya efectividad dependerá de la perfecta flexibilidad de los salarios y de la tasa de interés.

Antes, de exponer los mecanismos que proponen para lograrse el equilibrio, es conveniente hacer una breve exposición de los conceptos y sujetos que se encuentran presentes en el mercado de bienes, para poder centrar en ese contexto las funciones que se le otorgan al sistema financiero.

El modelo neoclásico, a fin con la corriente ortodoxa, sostiene que el dinero es

⁷ Con la incorporación de la Teoría Cuantitativa del dinero al modelo, los neoclásicos justifican una de sus principales conclusiones, el dinero es neutral (situación de la cual ya habíamos hecho mención en el apartado anterior)

neutral y que es demandado para permitir el intercambio de bienes y servicios y para financiar a la inversión.

Desde esta perspectiva, los individuos demandan dinero para consumir o para ahorrar (es decir, postergar consumo presente a futuro). El ahorro se canaliza al mercado de bonos en búsqueda de un pago que sirva como premio por postergar el consumo (en este modelo se presupone que no existe atesoramientos improductivos, ya que nadie desea mantener su dinero ocioso). Así, la tasa de interés es un premio por posponer el consumo presente al futuro.

El ahorro logra colocarse en el mercado de bonos, ya que en él, también, se encuentran presentes demandantes de dinero, que buscan allegarse de recursos para financiar proyectos de inversión que requieren de montos superiores a los recursos propios con que cuentan. Estos demandantes de dinero, empresas, ofrecen a cambio una tasa de interés (la cual va a estar en función de la productividad marginal del capital) como pago al préstamo recibido (Andjel, 1988)

Así, el equilibrio en el mercado de bienes va a estar dado, por la interacción entre el ahorro y la inversión que, conjuntamente, determinen a la tasa de interés que permite que el mercado de bienes se *vacíe*.

Cabe resaltar que la tasa de interés, bajo este esquema, es pensada como una tasa de interés real, determinada por el ahorro y la inversión, o bien, por la frugalidad de los ahorradores y la productividad marginal del capital.

Ahora bien, refiriéndonos nuevamente a los mecanismos de ajuste que proponen los neoclásicos, estos pueden ser entendidos de la siguiente manera.

Si partimos considerando que existe un exceso de ahorro sobre la inversión, la tasa de interés bajará, generando un incentivo a la inversión y al consumo, y un desincentivo al ahorro⁸. Así, se la brecha entre ahorro e inversión tenderá a desaparecer.

Por otro lado si los ahorros excedan a la inversión, significa que los individuos no están gastando todo el ingreso que perciben, por lo que las empresas no están recuperando

⁸ Desde esta perspectiva la inversión está negativamente relacionada y es muy sensible a cambios en la tasa de interés. Se presupone que la tasa de interés responderá muy rápidamente a cualquier exceso de inversión sobre ahorros o viceversa –por ejemplo, una inversión que exceda los ahorros refleja un exceso de oferta de bonos y provocaría una reducción de los precios de los bonos y una más alta tasa de interés.

sus ingresos y se verán incitadas a despedir trabajadores. Con la caída del empleo, los salarios tenderán a bajar y, por ende, los precios. La deflación provocará el despliegue del efecto Pigou, el valor real de los saldos monetarios aumentará y con ello el consumo. Así, las utilidades aumentarán y las empresas buscarán nuevamente invertir. Cerrándose con ello la brecha inicial entre ahorro e inversión (Mántey, 1997)

Por lo tanto, como decíamos con anterioridad, los desajustes en el mercado de bienes pueden corregirse si existe perfecta flexibilidad de los precios y si la tasa de interés es real y, por tanto, perfectamente flexible.

Bajo esta lógica, las instituciones financieras (incluido en ellas el mercado de capitales) sólo tienen como función la intermediación financiera, es decir, se encargan únicamente de captar el ahorro de los agentes superavitarios y canalizarlo a los agentes deficitarios; y, en la medida, que el ahorro es el dinamizador del crecimiento económico, se tornan relevantes. La política monetaria, por su parte, no es efectiva, ya que movimientos en la oferta monetaria sólo afectan al nivel de precios y no a las variables reales.

Así, las políticas que proponen los teóricos neoclásicos es la de mejorar las instituciones y los mecanismos encargados de la recolección y canalización del ahorro, permitir la total flexibilidad de los precios y dejar actuar a las libres fuerzas del mercado sin la intervención del Estado.

1.1.2. Modelo de Keynes

En 1936 se publica la obra de Keynes en la cual se hace una crítica al modelo neoclásico y, específicamente, a su teoría del pleno empleo.

Keynes parte considerando que las decisiones de inversión son tomadas por los empresarios, y que la inversión, es el componente variable que determina al ingreso y al consumo.

Se supone que no todo el ingreso se consume, que existe una propensión marginal a consumir menor a uno; y por tanto, que existe ahorro, el cual se supone que es mayor a elevados niveles de ingresos de los individuos.

La brecha que se abre entre el consumo y el ingreso debe ser cerrada por el sistema financiero; ya que de no canalizarse el ahorro generado por la inversión al sistema bancario, descendería el monto de financiamiento y se realizaría un menor gasto de inversión.

Por lo tanto, dada una propensión marginal a consumir, la determinación del nivel de empleo de equilibrio -nivel que no induce a los empresarios en conjunto a ampliar o contraer la ocupación, (Keynes, 1936:35)- y con él el del salario real, dependen de la inversión.

En éste modelo, dado que el consumo depende del ingreso, el nivel de éste y sus variaciones dependerán de la inversión. Para que la inversión se lleve a cabo los empresarios comparan el rendimiento que les proporcionará un bien de capital a lo largo de su vida útil respecto al precio de oferta del bien de capital; o lo que es lo mismo, comparan el precio de oferta del bien de capital (precio que bastaría par producir una unidad adicional del mismo) con el precio de demanda. Es decir, en equilibrio, para que la inversión se lleve a cabo se requiere que el precio de oferta sea igual al precio de demanda, en otras palabras:

$$\text{Precio de oferta (costo de reposición)}^9 = \frac{\sum_{a=1}^n Qa}{(1 + i')^n}$$

donde, Q = rendimientos esperados

i' = tasa de interés

a = años

Lo cual, también puede ser planteando considerando la relación existente entre la eficacia marginal del capital y el complejo de las tasas de interés para préstamos de diversos plazos y riesgos:

$$\text{Precio de oferta (costo de reposición)}^{10} = \frac{\sum_{a=1}^n Qa}{(1 + EMC)^n}$$

donde $i' \leq EMC$.

Por lo tanto, para explicar las fluctuaciones de la inversión y el producto son centrales los conceptos de eficacia marginal del capital y tasa de interés.

Para entender lo que sucede con la eficacia marginal del capital es necesario analizar los conceptos de precio de oferta del bien de capital y los rendimientos futuros que

⁹ Tomado de Andjel, 1988:60

¹⁰ Op. Cit.

genera dicho bien¹¹.

En cuanto a la tasa de interés, Keynes la consideraba monetaria, determinada por la preferencia por la liquidez y la oferta de dinero; y fijada en el mercado de dinero. Por tanto, el dinero no era considerado neutral, ya que afectaba al nivel de la tasa de interés y a través de esta influía en variables reales como la inversión, el producto y el empleo.

Dado un mundo incierto, el dinero – en función de su papel de depósito de valor – puede ser atesorado con fines especulativos (rompiéndose la identidad entre el ahorro y la inversión)

En el modelo, la tasa de interés tiene un límite inferior que está dado por el estado de liquidez absoluta, caracterizado por una situación en la que los inversionistas desean mantener dinero líquido (atesorar) porque prevén que la tasa de interés es lo suficientemente baja para sostenerse e incluso para bajar aún más.

Con la incorporación de incertidumbre en el modelo, se rompe la existencia de tiempos ergódicos (considerados en los modelos ortodoxos, donde se incorpora el riesgo y no así la incertidumbre) y la validez de la Teoría Cuantitativa del Dinero, ya que la velocidad de circulación del dinero deja de ser estable y la especulación llega a jugar un rol central.

En este contexto, las relaciones institucionales son otro factor distintivo en una economía capitalista, generadas por la incertidumbre. *“su forma primaria está representada a través de contratos que, por un lado, permite diferir ingreso monetario presente al futuro, a través del dinero; y por otro, genera ‘arreglos’ con el objetivo de reducir el peso de la incertidumbre entre las partes demandantes y oferentes de la actividad económica”* (Levy, 2001:34)

Dentro de las instituciones financieras, Keynes resalta la importancia del sistema bancario y del mercado de capitales.

Al sistema bancario se le reconoce la capacidad que tiene de crear dinero, en la medida que los préstamos que realizan no son condicionados por la cantidad de ahorro captado, sino por la liquidez monetaria de los mismos. El crédito, por tanto, se vuelve un elemento dinamizador del crecimiento económico pues proporciona financiamiento para la

¹¹ La explicación referente a la eficacia marginal del capital, escapa a los fines de este trabajo, sin embargo para un estudio más amplio puede consultarse la Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, Keynes, 1936.

inversión.

El financiamiento que otorga el sistema bancario se caracteriza por ser de corto plazo, mientras que los rendimientos que generan los procesos de inversión tienen un periodo de maduración largo; por lo que, se vuelve necesaria la existencia de mecanismos que eliminen la asimetría en los vencimientos.

Como un medio a través del cual los inversionistas puedan captar el ahorro que genera la inversión (ahorro ex post), para cancelar deudas de corto plazo con deudas de largo plazo, aparece el mercado de capitales.

El mercado de capitales, para Keynes, debe ser el espacio a través del cual se proporcione fondeo a la inversión (financiamiento de largo plazo), a modo de permitir que los inversionistas cancelen sus deudas de corto plazo.

Para ello, debe existir una tasa de interés de corto plazo que sea estable, ya que los movimientos en ésta originarían movimientos en los precios de las acciones, lo cual afectaría a la situación real que guarde la empresa¹²; además de que las variaciones en la tasa de interés pueden generar incapacidad por parte de los empresarios para cubrir las deudas que contraen, básicamente las de corto plazo; lo cual inestabilizaría al sistema financiero, ya que la banca (principal generadora de crédito de corto plazo) podría no recobrar el capital que presta y se vería obligada a reducir su liquidez. Al proceso de retorno del capital que la banca da en préstamo, se le ha llamado fondos revolventes.

Por lo tanto, en el marco del modelo keynesiano, la función que se le atribuye al mercado de capitales, es la de ser un mecanismo de fondeo que permita estabilidad económica, dando soporte al crecimiento que pudiera generar el sistema bancario.

1.1.3. Modelo de la Síntesis Neoclásica

Luego de las aportaciones realizadas por Keynes aparece un grupo de teóricos que trata de explicar la realidad económica incorporando fundamentos tanto de los neoclásicos como del propio Keynes. Básicamente refiriéndonos a John Hicks, éste desarrolla un modelo que puede ser resumido en los términos hechos por Andjel:

“El núcleo de este modelo consiste en demostrar cómo, en una economía

¹² Anteriormente se presentó el efecto del motivo especulación en los precios de los activos y su relación con la tasa de interés

capitalista, los problemas de desequilibrio causados por un insuficiente nivel de demanda pueden ser resueltos cuando se cuenta con un sistema de precios flexibles.

Para ello la economía se divide en un mercado de bienes y uno de dinero que conjuntamente determinan el volumen del producto a un nivel que garantiza el equilibrio tanto en el mercado de bienes como en el de dinero.

Sin embargo, el equilibrio en los dos mercados anteriores no asegura el pleno empleo de la fuerza de trabajo. El logro de este objetivo requiere contar con salarios flexibles.”

Teniendo esto en cuenta, a continuación hacemos una breve exposición del modelo para situar el papel que el mercado de capitales juega bajo esta concepción.

En este modelo se determinan simultáneamente la tasa de interés, la inversión y el ingreso; para lo cual se propuso el siguiente sistema de ecuaciones (Mántey, 1994):

$$M = L(Y, i)$$

$$I = R(Y, i)$$

$$I = S(Y, i)$$

Los supuestos en los que se sustenta el modelo son: el dinero no es neutral, por lo que la oferta monetaria puede tener efecto sobre las variables reales (existe una oferta monetaria flexible); existe rigidez en los salarios monetarios; se adopta la Ley de Walras (la suma de las demandas debe igualar al ingreso); existe información perfecta en los mercados; y en la economía las decisiones futuras se ven afectadas por el riesgo, el cual es medible.

Así, en la primera ecuación, a diferencia del modelo neoclásico se toma en cuenta a la preferencia por la liquidez¹³ como una variable que afecta a la demanda de dinero a través del impacto que tiene sobre la demanda por especulación. Se establece una relación entre el ingreso y la tasa de interés a la cual se igualan la oferta y la demanda de dinero (de aquí deriva la curva LM)

De la segunda ecuación se deriva la curva IS, la cual muestra los puntos de equilibrio entre el ahorro y la inversión permitidos a una tasa de interés y con diferentes niveles de ingreso.

¹³ Aunque se reconoce la existencia de la preferencia por la liquidez, Hicks no da explicación al fenómeno de trampa de la liquidez que distingue Keynes.

Al volver a la inversión y al ahorro dependientes no sólo de la tasa de interés sino también del ingreso, pueden tenerse tantas curvas de inversión como de ahorro según los niveles de ingreso que se alcancen en la economía. Así, para un cierto nivel de ingreso, la intersección de las curvas de ahorro e inversión determinaran la tasa de interés de equilibrio.

Variaciones en el nivel del ingreso ocasionarán desplazamiento de las curvas de ahorro e inversión, tal desplazamiento conduce a tres situaciones posibles: a) la tasa de interés se mantiene constante porque los desplazamientos de ambas curvas son de la misma magnitud; b) la tasa de interés se incrementa, pues la curva de ahorro se desplaza menos que la curva de inversión; c) la tasa de interés disminuya, en la medida que el desplazamiento de la curva de ahorro es mayor al de la curva de inversión¹⁴. Las dos últimas posibilidades ocurren bajo situaciones de desempleo de recursos o bien porque el efecto acelerador de la inversión es muy fuerte o las expectativas de los empresarios son “inflamables” (Mántey, 1994:136)

En el corto plazo el equilibrio se determina de la intersección de la curva IS Y la curva LM, a una tasa de interés tal a la cual la inversión determina el ingreso.

Resalta la importancia que tiene la determinación de la tasa de interés en el modelo de Hicks, el cual pretende explicar una teoría monetaria moderna.

“¿Está determinada la tasa de interés por oferta y demanda de fondos de préstamos (es decir, por los préstamos y las deudas), o está determinada por la oferta y la demanda de dinero mismo? Esta última opinión es la que sostiene Keynes en su Teoría general. Espero demostrar que... si los dos métodos se siguen con rigor llevan exactamente a los mismos resultados” (Hicks, 1954, C. XII, 180)

Para Hicks la tasa de interés es un precio como cualquier otro y debe determinarse, al igual que ellos, como parte de un sistema mutuamente interdependiente; por otro lado debe considerarse un sistema económico en que sólo exista una tasa de interés, pues es indistinto el sistema que determina la tasa de corto o la de largo plazo; es decir, no existe diferencia alguna entre que la tasa de interés sea determinada en el mercado de dinero o en el mercado de capitales.

¹⁴ Keynes afirmaba que la curva IS necesariamente tendría pendiente negativa, pues si la inversión no dependía del ingreso corriente está necesariamente se mantendría fija, ceteris paribus, empero la curva de ahorro al depender del ingreso se desplazaría, lo cual haría necesariamente disminuir la tasa de interés.

Basándose en la Ley de Walras, la tasa de interés de equilibrio se determina cuando las utilidades marginales de todos los posibles usos alternativos de fondos se igualan.

Para Hicks existe perfecta información en los mercados dada la presencia de un subastador que proporciona información gratuita, precisa y confiable, lo cual permite recontractación hasta que los precios alcanzan su nivel de equilibrio.

"Supóngase que existen n clases de mercancías y servicios susceptibles de cambiarse, entonces tenemos que determinar n precios. Pues entre las "mercancías" hay que tener en cuenta aquella que se toma como patrón de valor (dinero). Esto nos deja con $n-1$ precios de otras mercancías y servicios en términos del patrón y una tasa de interés... Esto suma n precios en total. Para determinarlos tenemos $n-1$ ecuaciones de oferta y demanda para $n-1$ mercancías (excluyendo el dinero), una ecuación de oferta y demanda de préstamos y una de dinero. Esto hace un total de $n+1$. Sin embargo, como en los sistemas walrasianos..., una de estas $n+1$ ecuaciones se deduce de las demás. Nos quedarán n ecuaciones para determinar n precios. El sistema no está sobre ni sub-determinado" (Hicks, 1954, C. XII, 183)

En el modelo de la síntesis neoclásica, el sistema financiero, al igual que en el modelo neoclásico, únicamente funge como intermediario financiero, cuya función es la captación y canalización del ahorro. Es indistinto el financiamiento para la inversión vía el sistema bancario o vía el mercado de capitales.

1.1.4. Escuela Monetarista: Friedman

Friedman asume que las firmas son perfectamente competitivas y producen en nivel que maximiza las ganancias, donde salario real es igual al producto marginal del trabajo. Supone que en el corto plazo la economía puede estar en una posición con menor desempleo del que es posible sostener en el largo plazo, sin embargo la cantidad de trabajo que es ofrecida es aquella que las firmas demandan.

En el modelo de Friedman los mercados se despejan en el largo plazo con expectativas enteramente satisfechas, pero no necesariamente en el corto plazo, porque cambios en la demanda agregada crean errores de estimación, con lo cual desplazan la curva de oferta de trabajo. Sin embargo, en el largo plazo la producción y el empleo se determinan, como lo consideran los clásicos, en el mercado de trabajo. Se mantiene la

aseveración de que no existe desempleo involuntario y a la tasa de desempleo que permite el pleno empleo le denomina tasa natural de desempleo. La tasa de inflación es estable en la tasa natural de desempleo, no así si la tasa de desempleo difiere de la natural; infiere que en el largo plazo no hay un intercambio entre desempleo e inflación (Carlin, 1990)

Friedman considera que el dinero se demanda como medio de cambio y como un activo financiero que compite con otras formas de mantener riqueza. Aseguraba que existían muchos sustitutos del dinero, argumentaba que el temor del inversionista respecto a las posibles pérdidas de capital sobre los bonos de largo plazo (lo mismo ocurriría con cualquier otro activo financiero de largo plazo que formara parte de la composición del portafolio o cartera) no provocaría un movimiento de la composición del portafolio de bonos a dinero.

Es más, decía que si disminuía su tenencia de bonos de largo plazo, no se demandaría forzosamente dinero, sino que esa disminución podría traducirse en incrementos en la demanda de consumo de bienes reales o en la compra de activos financieros de corto plazo. Creía que en un modelo realista existen más de dos activos (Carlin, 1990)

La demanda de dinero la concebía constituida por dos partes, la que realizan los individuos como una forma de invertir sus ahorros, y la que llevan a cabo los empresarios como un bien de capital que les ayuda a genera ingresos – para las empresas el dinero es un factor de producción cuya productividad se rige por una función de producción.

Así, la demanda de dinero de Friedman, se expresaba de la siguiente manera:

$$\frac{M}{P} = f(r_b, r_e, \dot{p}, Y, u, w)$$

donde, M: saldos monetarios; P: nivel de precios; r_b : tasa de interés nominal (sobre bonos); r_e : tasa de interés real esperada (sobre acciones); \dot{p} : aumento esperado de precios; w: proporción del ingreso obtenido por trabajo dentro del ingreso total, que se supone refleja la inversión en capital humano; Y: ingreso real; u: variables que afectan a las preferencias de los inversionistas y los coeficientes técnicos de las empresas (tomado de Mántey, 1997:102)

“Friedman elimina las ganancias de capital en la ecuación porque supone que r_b y

r_e son estables en el tiempo, y por lo tanto no cabe esperar que fluctúen produciendo ganancias especulativas. Para él, r_b y r_e dependen de factores reales como la productividad del capital y la frugalidad de los ahorradores, los cuales no cambian rápidamente en el tiempo.

Al considerar a r_b y r_e estables en el tiempo, Friedman elimina el principal argumento keynesiano para explicar la demanda especulativa de dinero y la inestabilidad de la velocidad de circulación” (Mántey, 1997:103)

En cuanto a las implicaciones de política económica, hace una distinción en función del largo y corto plazo. En el largo plazo se mantiene la teoría cuantitativa del dinero, así como desplazamiento total del gasto privado por el gasto del gobierno. Empero, en el corto plazo reconoce que pueden haber situaciones de desequilibrio por imperfecciones del mercado. Así, ante un caso de desempleo una política monetaria podría restablecer el equilibrio sin recurrir a la política fiscal, ya que consideraba que el multiplicador monetario en un mecanismo más confiable dado que la demanda de dinero era más estable que cualquier otra función de comportamiento en la economía.

En este modelo, los bancos al igual que los mercados financieros, donde se incluye al mercado de capitales, asumen la función de intermediación de flujos.

Luego de la exposición teórica llevada a cabo, ahondaremos en los conceptos de financiamiento y fondeo propuestos por Keynes, ya que la realidad económica es la mejor muestra a que se puede recurrir para demostrar que el dinero no es neutral en una economía capitalista¹⁵, y que las instituciones financieras juegan un papel central en el crecimiento y estabilidad económica.

1.2. Financiamiento y Fondeo

Se decía ya que, para la teoría de la demanda efectiva el ahorro previo no es condicionante para la inversión, y que ésta requiere de dos tipos de financiamiento, uno de corto plazo y otro de largo.

El financiamiento de corto plazo es proporcionado por la banca a través del crédito, cuyo limite para su expansión será la liquidez y no el ahorro ex ante.

Desde la aceptación generalizada de las cuentas de cheque como medio de pago, la

¹⁵ De hecho es esa realidad económica la que se busca plasmar en este trabajo.

banca comercial emite recursos más allá de los depósitos que capta. Así, a partir de la aceptación generalizada de los instrumentos privados para el pago de deudas, la liquidez de la economía deja de depender de los recursos reales.

El financiamiento de corto plazo lo proporciona inicialmente el banco comercial al productor de bienes de capital, quien enfrenta una demanda de parte de un empresario, y por ende requiere de capital para cubrir el pago del capital circulante y así llevar a cabo la producción.

Por otro lado el empresario también recurre a solicitar un préstamo al banco para pagar el bien de capital que desea.

Una vez que el productor del bien de capital realiza el equipo, con el dinero que obtiene de su venta salda la deuda con el banco.

Si el proceso se quedara ahí, los bancos reducirían sus reservas y no estarían dispuestos a financiar más proyectos de inversión por lo que elevarían el precio al cual otorgan los préstamos, es decir, elevarían la tasa de interés; presentándose una situación de fragilidad financiera.

Por lo tanto es necesario que se salde la deuda de corto plazo contraída por el empresario. Sin embargo esta deuda no puede ser cubierta debido a que los rendimientos se obtienen en un periodo t y los desembolsos de capital en periodo $t-1$. Para poder empatar los rendimientos esperados con las deudas los empresarios recurrirán a financiamiento de largo plazo (fondeo), el cual buscará cancelar las deudas de corto plazo de proyectos de inversión de largo plazo.

Como se sabe, el productor de bienes de capital hizo un desembolso al pago de capital circulante, es decir, a la compra de materia prima y remuneración a los trabajadores. Considerando el ingreso que perciben los trabajadores, parte de ese ingreso se ahorrará - recordemos que Keynes supone que no todos los ingresos se destinan al consumo-. Este ahorro, producto del efecto multiplicador de la inversión, es el que será canalizado - a través de diversos mecanismos financieros- a las empresas para fondear a la inversión.

Se aprecia de los renglones anteriores, que el ahorro no condiciona a la inversión, sin embargo se vuelve necesario para garantizar estabilidad en el sector financiero¹⁶,

¹⁶Con esta afirmación se contradice el cantar de los neoliberales, quienes elaboran una serie de discursos en los que se plantean una serie de políticas para incrementar el ahorro que pueda permitir incrementos en el monto de capital que se destinan a la inversión. Esta discusión será uno de los temas a plantear en el trabajo.

evitando una reducción en la liquidez y aumentos de la tasa de interés; y permitir de ésta forma que el financiamiento sea, como suele llamarse, de fondos revolventes.

Así, la banca comercial en su capacidad de crear dinero, puede por un lado incentivar el crecimiento económico, pues facilita préstamos de corto plazo para que nuevos proyectos de inversión puedan llevarse a cabo; empero también da pie a un proceso que puede llegar a detener el proceso de inversión.

La necesidad de garantizar que se den los encadenamientos entre financiamiento de corto y de largo plazo, y así resolver el problema de asimetría en los vencimientos del proceso de financiamiento de la inversión, en un mundo de incertidumbre, ha generado diversos mecanismos financieros.

Básicamente se han dado dos estructuras para fondear a la inversión, una basada en el mercado de capitales y otra basada en el mercado de créditos. El primero se caracteriza por ser más barato pero contar con mayor incertidumbre. Es más barato porque el fracaso de un proyecto de inversión es compartido por todos los agentes debido al rápido ajuste de los precios en el mercado de capitales y al carácter negociable de los activos de largo plazo.

Tienen mayor incertidumbre dado a que en el mercado secundario (lugar donde se negocian los títulos luego de la emisión primaria) los tenedores de títulos obtienen ganancias de capital dada la variación en los precios de dichos títulos (en función de la relación inversa que guardan con la tasa de interés)

El problema principal del fondeo vía el mercado de capitales radica precisamente en el mercado secundario, debido a la alta especulación a la que se encuentra sujeto en la medida que los propietarios de títulos buscarán fluctuaciones en los precios de dichos títulos para obtener ganancias de capital.

Sin embargo, la incertidumbre que genera puede ser neutralizada si se cuenta con un mercado de capitales fuerte y robusto, que cuente con un gran número de participantes y con una amplia gama de instrumentos para evitar que existan fuertes movimientos en los precios de los títulos.

La segunda estructura de fondeo basada en el mercado de créditos, se caracteriza por la generación de mecanismos compensatorios (como el caso de la banca universal de Alemania). Esta última estructura generalmente aparece en países que no cuentan con un mercado de capitales, o bien que existe pero es débil.

Esta estructura también cuenta con instituciones funcionales en el financiamiento de la inversión y sustentabilidad del crecimiento; y se caracteriza por dos situaciones: primero, los créditos a mediano y largo plazo provenientes de los bancos pueden racionarse en periodos de crecimiento; y segundo, el crecimiento, especialmente acelerado es acompañado frecuentemente por una creciente vulnerabilidad financiera en el sector bancario, así como del sector corporativo.

El esquema del financiamiento de la inversión en estos ambientes institucionales es altamente vulnerable a cambios en los precios de los activos financieros y, especialmente, a la tasa de interés (Studart 2002a: 301)

Debido a un incremento en la liquidez mundial ocasionado por diversos cambios en el orden monetario internacional, se desataron, a bien de las grandes potencias económicas, ideas encaminadas a buscar bajas tasas de inflación, desregulación, liberalización y apertura financiera.

Lo anterior llevó a implementarse políticas como la profundización financiera, que busca que los sistemas financieros generen diversos activos financieros para captar un mayor volumen de ahorro para poder financiar a un mayor número de proyectos de inversión redituables; políticas de desregulación que buscan disminuir la regulación estatal en el sector financiero; y políticas de liberalización y apertura en búsqueda de propiciar libre movilidad de los flujos de capitales internacionales. Logrando, a bien del capital, nuevas formas de determinación de la tasa de interés y del tipo de cambio.

Conclusiones

Conscientes de la existencia de diversos planteamientos teóricos respecto al desenvolvimiento de una economía, el presente trabajo se queda con una visión keynesiana del funcionamiento de la economía. Resaltándose la función que el sistema financiero juega en el contexto económico.

Al analizar la postura de Keynes, se resaltan dos conceptos claves, el financiamiento y el fondeo, los cuales se vuelven elementos centrales para entender el financiamiento de largo plazo en un mundo incierto.

El sistema bancario se vuelve necesario para que haya disponibilidad de financiamiento, y así, permitir que la inversión crezca al expandirse el crédito, y ésta a su vez a través de su efecto multiplicador generar crecimiento económico; sin embargo, también se vuelve necesario que exista otras estructuras que permitan que dicho crecimiento pueda sostenerse.

La existencia de mecanismos financieros se vuelve una precondición para un crecimiento económico sostenido. Se ha visto que existen dos estructuras que pueden fondear a la inversión, una estructura bancaria y una estructura basada en el mercado de capitales.

Cada una de ellas ha resultado funcional debido a que se han dado lugar con compromisos institucionales que se desarrollan de acuerdo a las peculiaridades históricas de cada país; sin embargo también han presentado dificultades dado a que no en todas las economías logran concretarse ciertos arreglos financieros que faciliten la inversión y el crecimiento.

La corriente ortodoxa dominante hoy día dicta que el fondeo se dé vía el mercado de capitales, por lo tanto, la importancia de estudiar al mercado de capitales en el crecimiento económico radica en el hecho mismo de que se le ha dejado al mercado de capitales como principal mecanismo de fondeo de la inversión productiva.

CAPÍTULO II

La Globalización Financiera y el Mercado de Capitales como Mecanismo de Fondeo

El mercado de capitales proporciona a la economía mecanismos de fondeo que permiten administrar la asimetría en los vencimientos de las obligaciones. Aunque no es la única estructura institucional que existe para fondear a la inversión, se ha hablado de estructuras basadas en el sistema de créditos bancarios privados y/o públicos, en las últimas dos décadas se ha buscado dejar al mercado de capitales como único mecanismo de fondeo; para ello se han suscitado en el orden económico mundial cambios tendientes a desregular y liberalizar los mercados nacionales.

El presente capítulo tiene como objetivo presentar los cambios que ha sufrido el sistema monetario internacional desde el sistema Bretton Woods hasta nuestros días, para dar cuenta de la situación actual que guarda el mercado de capitales en economías desarrolladas y en desarrollo; para así, explicar la funcionalidad del mercado de capitales como mecanismo de fondeo que permita a las economías estabilidad del crecimiento económico luego de la globalización financiera.

Se tendrá como hipótesis que la globalización financiera cambió las formas de financiamiento y fondeo de la inversión debilitando los mecanismos tradicionales, dando paso a un sistema basado en el mercado de capitales el cual pese a proporcionar fondos baratos está rodeado de gran incertidumbre y volatilidad generando una inestabilidad potencial del sector financiero.

“ ... el rompimiento del Sistema Bretton Woods... junto con la desmonetización del oro provocaron la desregulación y globalización del sistema financiero, acentuaron el incremento de la liquidez mundial, desviándose dichos recursos hacia el sector financiero, lo cual fue acompañado por la destrucción de los mecanismos compensatorios de la estructura de créditos y el debilitamiento del mercado de valores como institución de fondeo de la inversión” (Levy, 2001:131)

Para fundamentar nuestros planteamientos se dividirá el capítulo en tres apartados. En el primero se explicará el entorno financiero mundial en el periodo Bretton Woods resaltando el funcionamiento del sistema patrón cambio dólar para establecer la función del tipo de cambio en las relaciones internacionales y la aparición de lo que se ha dado por

llamar el antecedente al mercado de capitales actual que fue el mercado de eurodólares: *“En los años sesenta el crecimiento del mercado de eurodólares y las eurodivisas apuntaba a otra forma de mundialización que indujo la liberalización de los movimientos de capital, que se volvieron incontrolables.”* (Guillén, 1997:870)

En el segundo apartado se hablará del nuevo orden financiero mundial luego del periodo Bretton Woods. Se buscará explicar el efecto que tuvo en el entorno internacional el paso a los tipos de cambio flotantes, haciendo hincapié en el nuevo papel que jugará la tasa de interés. Así mismo se dará cuenta de las modificaciones al sistema financiero y a las fuentes de financiamiento tras el proceso de desregulación y liberalización financiera.

En el último apartado se tratará la Globalización Financiera y sus efectos macroeconómicos, centrándonos en las diversas crisis financieras que se han venido suscitando desde la aparición del primer crac bursátil en 1987.

2.1. Entorno Financiero Mundial en el Periodo Bretton Woods

Eventos como la Primera Guerra Mundial, la depresión de 1930 y el estallido de la Segunda Guerra Mundial constituyeron pruebas del fracaso del patrón oro que estableciera Inglaterra en 1816 – generalizado en el mundo hacia 1894- (Mántey, 1989)

Por tanto, se comenzó a planear la organización de un nuevo Sistema Monetario Internacional (SMI) que pusiera fin a la inestabilidad monetaria (se buscaba que la cantidad de medios de pago internacional no estuviera determinada por circunstancias particulares de la industria del oro y a políticas individuales de los países), a las restricciones cambiarias y a las barreras que obstaculizaban el comercio internacional.

El nuevo SMI que surge de la Conferencia de Bretton Woods (del 1 al 22 de julio de 1944) dio nacimiento a un sistema basado en tipos de cambio fijos, el cual se consideraba que era necesario para restaurar un comercio multilateral relativamente libre, para alentar la inversión extranjera a largo plazo y para controlar la movilidad de los capitales que generaba especulación monetaria (la reglamentación en cuanto a la movilidad de capitales se dispuso en el artículo VI del Acuerdo de BW)

“Estados Unidos se comprometió a sostener la libre convertibilidad del dólar en oro, a razón de 35 dólares la onza, en tanto las demás monedas establecerían tipos de

cambios fijos pero ajustables respecto al dólar” (Mántey, 1989:30). El Sistema Bretton Woods (SBW) determinaba la tasa de cambio de equilibrio en función de la oferta y demanda de dólares, se definía una banda de flotación dentro de la cual los tipos de cambio podían moverse libremente (las monedas podían fluctuar uno por ciento hacia arriba o hacia abajo), pero una vez que éstos se alejaran de los límites superior o inferior el banco central tendría que intervenir vendiendo o comprando dólares.

En el caso de que una economía tuviera problemas por constantes incrementos en la demanda de dólares, la autoridad monetaria nacional podría llevar a cabo políticas monetarias o fiscales restrictivas a fin de reducir la demanda por dólares vía una reducción de la demanda agregada y, por ende, de la demanda de importaciones.

Si las autoridades no llevaban a cabo políticas restrictivas y por lo contrario desearan mantener el tipo de cambio en el tope máximo, de cualquier manera llegaría un momento en que la moneda se devaluaría pues sufrirían una reducción continua de sus reservas internacionales.

Ahora bien, si las autoridades no intervenían directamente en la economía, lo que ocurriría sería una reducción de la oferta monetaria - ya que los agentes se dirigirían a la banca privada a solicitar dólares- y por tanto de la demanda agregada.

Por tanto, cada país estaba en libertad de expandir su crédito interno mientras pudiera satisfacer la convertibilidad de su moneda en oro o en dólares. Cabe señalar que de existir desajustes, el costo para corregir los desequilibrios era alto, pues la reducción de la demanda agregada llevaba a reducciones del producto y del empleo (DeGrawe, 1991)

Para la vigilancia y el control de la liquidez internacional y el mantenimiento de un sistema de tipos de cambio estables pero ajustables se creó en BW el Fondo Monetario Internacional, el cual ayudaría a los países con problemas transitorios en la balanza de pagos.

“En los primeros años de la posguerra el patrón cambio dólar funcionó de manera aceptable. Pero gradualmente las cosas empezaron a cambiar: la reconstrucción económica de los países europeos permitió que éstos fueran aumentando sus propias reservas monetarias internacionales (oro y dólares); mientras tanto, la balanza de pagos de Estados Unidos se fue tornando deficitaria, esto es, empezó a registrar saldos negativos en sus transacciones internacionales. En esto influyeron también los desajustes en la

economía estadounidense, derivados de los gastos por la guerra de Corea” (Chapoy, 2001:27)

Hacia 1960 Europa comenzó a manifestar su desconfianza en el dólar a través de la especulación con oro. La lucha por la hegemonía monetaria entre Europa y Estados Unidos se hizo evidente cuando el general De Gaulle en 1965, propuso volver al patrón oro clásico, ya que el patrón oro cambio había perdido legitimidad (Mántey, 1989)

En la búsqueda de una solución que hiciera frente a tal situación se consideró nuevamente la propuesta hecha por Keynes en 1945, relativa a la creación de un medio de pago internacional mediante la comunidad de naciones. Así, se crearon 9 300 millones de dólares en DEG (Derechos Especiales de Giro) equivalentes al dólar, en 1969.

Estados Unidos trató de corregir su situación deficitaria vía restricciones a la expansión del crédito externo, a las inversiones foráneas y a los gastos públicos y privados en el exterior; específicamente de 1965 a 1967 el gobierno del presidente Johnson formuló un programa de restricción voluntaria de las inversiones extranjeras directas estadounidenses (el cual se volvió obligatorio en 1968). Empero, tales medidas no tuvieron gran impacto por diversas razones.

Primero, tuvieron poco impacto porque desde 1962 la inversión estadounidense en el exterior se financiaba en muy pequeña medida con capital de ese país. Segundo, dado a que las restricciones crediticias no alcanzaban a las sucursales que los bancos de Estados Unidos tenían en el exterior, éstos se volcaron a operar desde afuera, no sólo para abastecer créditos en dólares a sus empresas transnacionales y a otros clientes extranjeros, sino también para remitir fondos a sus oficinas matrices, librando a éstas de recurrir a fondos de la reserva federal, que tenían un alto costo por la política restrictiva del crédito en Estados Unidos (Mántey, 1989)

En los sesenta varios países europeos, encabezados por Inglaterra, comenzaron a hacer modificaciones a las legislaciones bancarias con la finalidad de que bancos residentes en su territorio otorgaran créditos en moneda extranjera, sin estar sujetos a requerimientos de reservas y a otras disposiciones que se imponen a los créditos en sus monedas. Al mercado que se generaba con esas transacciones se le conoció como euromercado.

Los coeficientes de reservas al ser menores a los que tenían que observar los bancos en los países de origen de las monedas daban a los bancos una ventaja competitiva sobre los

bancos que operan en los mercados crediticios nacionales, lo que les permitía la maximización de la ganancia bancaria.

La anterior situación llevó a una expansión incontrolada de la liquidez internacional. El oro en poder de las autoridades monetarias era insuficiente para respaldar las obligaciones emitidas en monedas de reserva.

“La expansión vertiginosa de la liquidez mundial, durante los sesenta, no se estaba absorbiendo en el comercio internacional. Esa liquidez se canalizaba principalmente a financiar inversiones directas en el exterior de empresas transnacionales, y a operaciones especulativas de los propios bancos que operaban en el euromercado” (Mántey, 1989:41)

Como resultado del incremento de la liquidez mundial se presentó en el ámbito mundial un proceso inflacionario y un aumento en los flujos internacionales de capital especulativo. En el terreno monetario eran cada vez más frecuentes los periodos de incertidumbre y confusión.

Dada las circunstancias, en el *“Acuerdo Smithsonian (18 de diciembre de 1971) se reconoció oficialmente la devaluación del dólar (8.57%) y se revaluaron las divisas de los restantes países del G-10, esto es, se establecieron nuevos tipos de cambio fijo para las diez monedas más importantes del mundo capitalista. Al mismo tiempo, el precio oficial del oro pasó de 35 a 38 dólares por onza troy. En el acuerdo de Bretton Woods se permitía una fluctuación del 1% hacia arriba o hacia abajo del tipo de cambio establecido. En el Smithsonian, ese margen se amplió a 2.25 por ciento”* (Chapoy, 2001:35)

Empero el Acuerdo Smithsonian fue insuficiente para detener el incremento de la liquidez mundial de la banca transnacional privada, por lo que en 1973 se pasó de un régimen de tipos de cambio fijos a uno de tipos de cambio flotantes, pues las autoridades monetarias de 14 países no socialistas más ricos¹⁷ de ese entonces decidieron dejar de defender el valor en dólares de sus monedas dentro de márgenes fijos.

¹⁷ Nueve de la Comunidad Económica Europea, Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Estados Unidos.

2.2. Efectos Institucionales de la ruptura de Bretton Woods. Era de Desregulación y Liberalización Financiera

El presente apartado busca dar cuenta de la caída del Sistema Bretton Woods y del paso a una nueva era económica, de desregulación y liberalización monetaria y financiera.

Para ello, se hará un somero análisis de los diferentes cambios que se fueron presentando a lo largo de tres décadas (de los 70's hasta fines de los 90's). Con la finalidad de crear un preámbulo al siguiente apartado se manifestarán las diversas medidas tomadas para hacer frente a las crisis económicas pues la mayoría de ellas fueron encaminadas a la búsqueda de una liberalización económica y una desregulación de las economías nacionales.

Este apartado tiene como hipótesis que luego de la caída del SBW se han suscitado una serie de problemas en el entorno internacional debido a un abrupto incremento de la liquidez mundial que trajo consigo problemas de inflación, tipos de cambios desalineados, altas tasas de interés que buscan captar recursos del exterior, bajo crecimiento económico y desempleo, entre otras cosas.

Dichos problemas, llevaron a las autoridades correspondientes a tomar medidas que hicieran frente a tales situaciones; dentro de esas medidas se encontraron una serie que apuntaron a desregular y liberalizar las economías. Para fines de este trabajo, sostendremos que se abandonaron mecanismos tradicionales de financiamiento y fondeo (v.g. el basado en un sistema bancario privado y/o público) y se dio paso al mercado de capitales como el único mecanismo que cumpliera tales funciones.

“En los ochenta se generalizó la idea de que bajas tasas de inflación, liberalización y apertura financiera generarían un crecimiento rápido de los ahorros internos, lo cual fomentaría un mercado nacional de fondos prestables de largo plazo, así como mayor acceso al ahorro externo. En los noventa, después de las presiones generadas para reducir la participación estatal en la economía, muchas de las instituciones financieras de desarrollo de las economías latinoamericanas fueron reducidas de manera significativa o desmanteladas” (Studart, 2002a:289)

Con la finalidad de lograr los objetivos el presente apartado se dividirá en tres partes, el primero abarca la década de los 70's, la cual inicia con la caída del sistema BW y

se ve caracterizada por un desorden monetario internacional el cual trae consigo diversas crisis marcadas por incrementos en los precios del petróleo (1973 y 1979)

La segunda parte comprende la década de los ochenta, caracterizada por un lento crecimiento económico, con altos niveles de inflación y elevadas tasas de interés como mecanismo para atraer capitales del exterior, y por crisis de deudas de los PED.

La tercera parte se aboca a la década de los noventa, en la cual se encuentran presentes una serie de crisis que se suscitan en las llamadas economías emergentes. En este subapartado se expondrán las situaciones perversas que han generado la desregulación y liberalización financiera y, específicamente, se analizará los efectos negativos que genera la financiación y fondeo de la inversión vía el mercado de capitales.

2.2.1. Los 70's, primeros años del sistema Pos Bretton Woods

La creación de liquidez internacional por encima de las necesidades de la producción y del comercio, así como las devaluaciones de varias monedas europeas y algunos cuellos de botella en la producción de materias prima, favoreció un proceso inflacionario mundial; empero, más notablemente generaron un fortalecimiento de los flujos internacionales de capital especulativo.

“A finales de la década de los sesenta, era ya evidente que el sistema capitalista estaba en los albores de una aguda crisis económica, acompañada de un proceso inflacionario. En el terreno monetario eran cada vez más frecuentes los periodos de incertidumbre y confusión” (Chapoy 2001:35)

Las fugas de capitales de países con monedas débiles atentaba en contra de las reservas internacionales de los bancos centrales de esos países, mientras que en los países con monedas fuertes los continuos y cada vez mayores flujos de capital presionaba a incrementar la emisión monetaria lo cual ponía en peligro la estabilidad de precios.

Así, se dio el rompimiento del sistema Bretton Woods basado en tipos de cambio fijos, pues se consideraba que el establecimiento de un sistema basado en tipos de cambios flexibles protegería las reservas internacionales de los bancos centrales y actuaría como estabilizador al desalentar la especulación.

El sistema de flotaciones que existía de facto desde 1971 se legalizó en las reuniones de Jamaica del Fondo Monetario Internacional (FMI), celebradas del 4 al 10 de enero de 1976, así como también se acordó la desmonetización del oro¹⁸.

La gran movilidad de capital especulativo hizo que las políticas a seguir fueran encaminadas al control de los mismos, más allá del control sobre los flujos comerciales como lo había pretendido el Sistema Bretton Woods. En el período de los setenta aunque se encontraba en vigencia un sistema de flotación del tipo de cambio los principales países industrializados recurrieron al uso de las tasas de interés como medida defensiva para evitar las fugas de capitales; las tasas de interés a corto plazo en los países industrializados se incrementaron de 5.4% en promedio durante la segunda mitad de los sesenta, a 7.5% en promedio durante los setenta (Mántey, 1989)

Durante los años setenta¹⁹, el principal objetivo de la política económica de los países industrializados fue el control de la inflación. Se recurrió a la tasa de interés porque ésta permitía mantener sobrevaluado el tipo de cambio durante un periodo de tiempo considerable, pues atraía flujos de capital suficientes para compensar el déficit en la balanza comercial; y porque la sobrevaluación, abarataba los insumos importados, reducía la inflación en el corto plazo y modificaba las expectativas inflacionarias a mayor plazo. Entre 1970-1979 el marco se revaluó frente al dólar casi un 50% y el yen en un 39% (Correa 1998: 103)

El incremento en las tasas de interés tuvo algunos costos sobre el crecimiento económico, pues desincentivó a la inversión privada. Al reducirse la inversión privada parte de la demanda de crédito a los bancos transnacionales se redujo, los cuales tuvieron que orientarse hacia el mundo en desarrollo para mantener sus niveles de operación y su tasa de expansión.

¹⁸ La desmonetización del oro había sido prevista con anterioridad en 1967, cuando se crearon los Derechos Especiales de giro (DEG) como activo de reserva complementario.

¹⁹ En el periodo de los setenta se presentó un aumento espectacular del precio del petróleo, decretado por la OPEP en 1974, que triplicó la cotización internacional del hidrocarburo. Dado a que el incremento en la liquidez mundial había impulsado un crecimiento sostenido en los países industrializados – además de haber generado presiones inflacionarias- con una oferta de energéticos inelástica en el corto y mediano plazo, había incrementado el poder monopólico de la OPEP. Por lo tanto al ver deteriorados los términos de su intercambio comercial respecto a los países desarrollados en virtud de los crecientes precios de sus importaciones y el virtual congelamiento de los precios del petróleo, decidieron incrementar el precio del hidrocarburo.

“Desde los setenta, las operaciones realizadas en el exterior pasaron a ser la fuente más importante de ganancias de varios de los principales bancos estadounidenses. Así la presencia de la banca estadounidense fue muy importante en el periodo de rápido crecimiento de los eurocréditos y de la deuda del Tercer Mundo” (Correa, 1998: 103)

Dado al incremento en los precios internacionales de los productos básicos, la imagen de algunos países en desarrollo (PED) mejoró ante los ojos de los banqueros internacionales volviéndose sujetos de crédito. Así desde mediados de la década de los setenta y hasta 1981 una parte significativa y creciente de los eurocréditos fue colocada entre estos.

Los créditos que otorgó la banca privada a los PED fueron a tasas de interés flotantes, por lo cual cuando las políticas monetarias y fiscales de los países industrializados elevaron las tasas de interés en los mercados financieros internacionales por encima de sus niveles históricos, se convirtieron en clientes cautivos de los bancos. Los bancos transnacionales tuvieron que enfrentar cada vez mayores demandas de crédito ya que las deudas que iban acumulando los PED demandaban más créditos para cubrir su servicio.

El creciente servicio de las deudas acumuladas de los PED y las altas comisiones bancarias cobradas para la reestructuración de la deuda, incentivaba a los países industrializados a continuar con políticas monetarias restrictivas, ya que mayor era el reflujo de capitales y porque los incrementos de la oferta de créditos en los PED hacía crecer la demanda de importaciones, hecho que compensaba a la caída de la inversión productiva interna.

A fines de los setenta se presentó otro fuerte incremento en los precios del petróleo, a lo cual, los países industrializados respondieron elevando aún más las tasas de interés y frenando su crecimiento económico. Las tasas de interés se elevaron en forma desigual ocasionando desalineamientos en las paridades de las monedas de reserva con respecto a la productividad de sus respectivas economías. Las altas tasas de interés generaban sobrevaluación en las monedas, lo cual aunque reducía la inflación interna desalentaba la inversión doméstica y deterioraba la posición competitiva del país en el comercio internacional. Ante tal situación los PI recurrieron a obstáculos no arancelarios al comercio exterior (Mántey, 1989)

Las alzas en las tasas de interés, el proteccionismo de los PI y el lento crecimiento de los mismos, incrementaron fuertemente el servicio de la deuda acumulada de los PED. La fuerte caída de los ingresos de exportación de los PED los descalificó para obtener nuevos créditos de la banca privada internacional, y dificultó la renegociación de sus deudas pendientes.

La banca privada internacional cambia de papel, como señala Mántey:

“Ante la incapacidad de pago de algunos PED, y el peligro de retiros masivos de depósitos, los bancos redujeron el ritmo de expansión del crédito internacional en forma violenta... La banca privada renunciaba así a su papel de proveedora de liquidez internacional, y como intermediaria en la canalización de recursos financieros de los países superávitarios en el comercio mundial a los países deficitarios” (Mántey, 1989:67)

2.2.2. La década de los ochenta, crisis de deuda y crac bursátil. Inicio del proceso de desregulación y liberalización financiera.

En 1982 inicia una nueva crisis en el entorno internacional, que se desata cuando México se ve imposibilitado para cumplir los compromisos de su deuda externa. Esta crisis se caracterizó por cambios en los flujos internacionales de crédito y la contracción de los mercados financieros que se inician en la década de los ochenta.

Esta crisis en el entorno internacional viene a cambiar las fuentes de financiamiento tradicionales que se habían venido suscitando, como lo plantea Correa:

“Con la crisis de deuda y el cambio en los flujos internacionales de capitales, los eurocréditos cayeron sensiblemente, mientras que el crecimiento del mercado financiero internacional empezó a correr a cargo, a partir de 1983, de otros instrumentos, especialmente de la emisión, colocación y negociación en los mercados secundarios de obligaciones de muy diverso tipo” (Correa, 1998:106)

La banca se vio obligada a revisar su colocación de recursos en el extranjero, en especial entre los países subdesarrollados. Dentro de estos países, el endeudamiento latinoamericano llegó a ser el más considerable dado el alto peso de la deuda con la banca comercial, el explosivo crecimiento de la deuda de corto plazo y el endeudamiento de empresas públicas y privadas. El monto de la deuda acumulada superó los 240 000 millones

de dólares y las transferencias netas se redujeron al 14.7% de las disposiciones de crédito en 1981, cuando en 1972 habían sido del 48.3 %²⁰ (Correa, 1998:108)

La insolvencia en los países latinoamericanos aparece en 1981-1982 con la contracción del mercado financiero internacional y el cambio en la dirección de los flujos financieros internacionales. La contracción del mercado financiero se dio en parte por el deterioro creciente de las posibilidades de pago de la deuda de los principales prestatarios y por una rápida expansión de los flujos de capital hacia Estados Unidos.

Estados Unidos en la década de los setenta atravesó por un periodo de lento crecimiento y altos niveles de desempleo e inflación. Ante tal situación la política a seguir fue una política monetaria restrictiva que se acompañó de altas tasas de interés e incremento de la cotización del dólar - situación que se prolongó hasta 1985; con lo cual, efectivamente, se redujo la inflación a la par que cada vez se atraían mayores flujos de capital.

Debe mencionarse que un hecho importante en el ámbito financiero internacional fue la eliminación por parte de Estados Unidos, en 1981, de las restricciones existentes para que la banca efectuase operaciones internacionales en su territorio, exentas de reservas y de topes en las tasas de interés. Desde los primeros meses del funcionamiento de los centros financieros internacionales en Estados Unidos, aumentó enormemente la captación de recursos, no sólo por la disminución relativa de los mercados off-shore sino también por los capitales procedentes de diversos mercados.

Además de la propia situación que guardaban los países subdesarrollados, otro factor que contribuyó al cambio de los flujos de capital internacional y a la contracción del mercado financiero fue, por lo tanto, la propia situación por la que atravesaban los países desarrollados, especialmente los Estados Unidos en la era de la administración Reagan.

En octubre de 1985, durante la reunión anual del FMI y el Banco Mundial, en Seúl, Corea, los PI negaron que existiera el fenómeno de falta de liquidez mundial, no obstante la drástica caída en la tasa de expansión del crédito bancario internacional, y aseguraron que los problemas de liquidez que enfrentaban algunos países eran resultado de la aplicación de

²⁰ Para 1982-1983 los países latinoamericanos registraron transferencias netas de la región hacia los países desarrollados.

políticas económicas inapropiadas, por lo que la solución estaba en inducir a lo PED a seguir las políticas adecuadas.

La solución dada al problema de la deuda de los PED, giraba en torno a la liberalización y la desregulación financiera, como lo apunta Mántey (1989:82) :

" ...la posición de los organismos multilaterales frente al problema del endeudamiento externo de los PED ha consistido en presionar a éstos a privatizar sus economías, abrirse al mismo tiempo al comercio exterior y a la inversión extranjera; en tanto que a los PI se les ha exhortado a renunciar al uso de medidas proteccionistas y a reanudar el financiamiento para el desarrollo, pero sin modificar los mecanismos tradicionales de creación de liquidez internacional que los favorecen".

Un avance en la desregulación y en la innovación financiera impulsó la nueva expansión de los mercados financieros en el entorno internacional, hacia 1985. El hecho más destacado en esos años fue la apertura del mercado extraterritorial de Japón en diciembre de 1986.

A la par de las innovaciones financieras en estos años, aparecen una serie de nuevos instrumentos financieros, se desarrollan mercados financieros a término (mercados de futuros), el de opciones de divisas y de tasas de interés (swaps) y una diversificada gama de obligaciones y productos derivados.

El continuo proceso de elevación de las tasas de interés que se había venido suscitando causó desalineamientos entre las monedas de reserva, respecto la productividad en sus respectivos países; por ello en septiembre de 1985 durante la reunión del G5 – Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia y Gran Bretaña- en Nueva York, se llevaron a cabo los primeros acuerdos para poner en marcha el proceso de ajuste de paridades entre las principales monedas de reserva. Se acordó que Estados Unidos dejaría de intervenir en los mercados cambiarios y permitiría el deslizamiento del dólar para reducir su enorme déficit comercial.

Posteriormente en la reunión del G7 (conformado por el G5 más Italia y Canadá), mayo de 1986, en Tokio, los países industrializados reiteraron su compromiso de realizar los ajustes pertinentes en sus economías. Empero la ambigüedad de dichos acuerdos y la falta de voluntad de las potencias para cumplir con los compromisos adquiridos, dio lugar a crecientes tensiones entre ellas.

En febrero de 1987, en París, nuevamente se reúne el G5 con la finalidad de estabilizar los mercados cambiarios y acelerar el crecimiento de la economía mundial. Sin embargo, nuevamente surgen dificultades con los gobiernos de Alemania y Japón para llevar a cabo los acuerdos, pues no estaban dispuestos a estimular significativamente sus economías y a eliminar las barreras proteccionistas en sus mercados internos.

El dólar continuó devaluándose, además dada las expectativas negativas de los inversionistas, pues advertían que Estados Unidos sería incapaz de hacer frente al déficit comercial y fiscal que enfrentaba y por tanto temían que una elevación en las tasas de interés causara el desplome en las cotizaciones de los valores en cartera; decidieron efectuar ventas masivas de valores estadounidenses.

Los incrementos registrados en la liquidez mundial a causa de una acelerada expansión de la oferta monetaria de los PI, se habían canalizados básicamente a actividades especulativas. Grandes empresas transnacionales se dedicaron a colocar títulos para especular con tasas cambiarias, además la tendencia mundial a la desregulación e innovación en los mercados financieros contribuyó a multiplicar las oportunidades de inversión especulativa.

El debilitamiento en la estructura financiera de las empresas las hacía cada vez más vulnerables a aumentos en las tasas de interés. Aunado a éstos sucesos se encontraba la inestabilidad monetaria y el descenso de las tasas de interés, así como la modificación del financiamiento del déficit corriente de Estados Unidos por flujos de origen oficial, que resultaron en crecientes tensiones sobre los mercados financieros. Por tanto las condiciones estaban dadas para que se desarrollara un crac bursátil.

"En la segunda quincena de abril de 1987, la bolsa de Nueva York acusó una caída que se interpretó como una minicrisis de confianza"(Mántey 1989:93). Empero no fue hasta octubre de 1987 cuando, luego de decidir unilateralmente Alemania (septiembre de ese mismo año) elevar sus tasas de interés de corto plazo y hacer lo propio Japón y Estados Unidos con la finalidad de evitar fugas de capital, se produce un crac bursátil que se inicia con una caída de las cotizaciones bursátiles en Nueva York e inmediatamente después en todo el mundo.

El crac de octubre de 1987, iniciado en Nueva York, se transmitió rápidamente a todo el mundo financiero. No obstante, sus efectos se distribuyeron de manera desigual,

afectando en mayor medida a Estados Unidos y a sus instituciones financieras, respecto de Japón y Alemania.

El crac bursátil rápidamente fue frenado por la intervención irrestricta de la Reserva Federal y de otros bancos centrales a fin de evitar una precipitación incontrolable.

2.2.3. Los 90's. Crisis en las Economías Emergentes

La década de los noventa nuevamente se inicia con situaciones adversas en el mercado financiero internacional. En particular, Estados Unidos desde 1989 se ve afectado por una crisis en su sistema bancario, la cual se profundiza en 1990 ante el derrumbe del mercado de *bonos chatarra* y de la quiebra de las asociaciones de ahorro y préstamo; y finaliza en un racionamiento crediticio (*credit-cruch*)

Por otro lado en los noventa continua el periodo de recesión por el que venían atravesando las principales economías desarrolladas.

Sin embargo, para 1992 el propio mercado financiero estadounidense inicia una etapa de alto crecimiento. Por un lado el *credit-cruch* por el que había atravesado fue superado a través de políticas económicas que llevaron a la caída de las tasas de interés, y por otro lado las desregulaciones y el cambio en el papel de los intermediarios financieros.

“El mercado financiero estadounidense reinició su acelerado crecimiento a partir de las desregulaciones que impulsaron la amplia difusión de los instrumentos derivados, además de desregulaciones que permitieron la colocación de acciones de empresas extranjeras, ADR's Y GDR's en dicho mercado, y también la renovada presencia de los inversionistas institucionales. La propia banca, nuevamente, por medio de la titulación del crédito y de las operaciones fuera de balance, fue alcanzando nuevos niveles de actividad...” (Correa, 1998: 119)

Y, por su parte las economías desarrolladas, superan la recesión por la que habían venido atravesando, gracias a un proceso de utilización de los nuevos productos financieros, principalmente a cargo de intermediarios financieros no bancarios, inversionistas institucionales y de los bancos en sus operaciones fuera de balance.

En este contexto los mercados emergentes de América Latina también participaron del nuevo auge de los mercados financieros internacionales desde 1991 hasta 1994. Las políticas de desregulación implantadas en Estados Unidos; así como las disminuciones de

las tasas de interés de ese país, lo cual ayudó a disminuir la carga del pago de la deuda; y las propias políticas de desregulación implementadas en las economías emergentes – en este sentido puede referirse a la oleada de privatizaciones de sectores estratégicos y cambios en la legislación sobre inversión extranjera directa (IED)- fueron medidas que conllevaron a una creciente entrada de capitales hacia éstas.

Los nuevos flujos de capitales estuvieron basados en la colocación de títulos de empresas pública y privadas, los cuales, en mayor medida, derivaban de las privatizaciones y de la inversión extranjera directa. Estos recursos, al igual como había ocurrido en los ochenta, poco tuvieron que ver con el financiamiento para la ampliación de la producción local. *Se estima que los llamados mercados emergentes recibieron flujos desde los mercados privados de capital; sólo por colaciones de bonos y acciones, 33 000 millones de dólares en 1992 y 71 000 millones en 1993...* (Correa, 1998: 122)

Así, de los mercados, fue el mercado de bonos el que creció en mayor medida debido a su captación de capital internacional, a junio de 1994 el total neto de bonos emitidos llegó a los 117 000 millones de dólares, de los cuales 42% fueron prestatarios del sector privado.

Los montos por amortizar fueron creciendo rápidamente dado el relativamente estrecho perfil de vencimientos de estas colocaciones. Cabe destacar que la mayoría de las emisiones de bonos continuaron siendo en dólares y, en menor medida, en yen y marco.

El 4 de febrero de 1994, el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, anunció un incremento en las tasas de interés de E.U. (el primero que se suscitó desde 1989), pasando de 3 a 3.25%. Los mercados de bonos, estadounidense e internacional, sufrieron grandes pérdidas desde el inicio de 1994.

Los mercados emergentes empiezan a experimentar una caída en la demanda de valores; para inicios de 1994 aún existía la esperanza de que estos mercados pudieran recuperarse si lograban ampliar el número de participantes en ellos y se dieran apropiados precios y manejo de riesgo. Sin embargo para mediados de 1994 la salida de capitales de la región fue inevitable.

“ El flujo de fondos desde los mercados privados cayó... de manera dramática en 1994, con el alza en las tasas de interés estadounidenses, tuvieron una moderada recuperación en junio para volver a caer en los meses sucesivos, no sólo frente a la

incertidumbre de las tasas de interés, sino hacia noviembre, frente a la certidumbre de su elevación. Además los países empezaron a entrar en una etapa de creciente amortización de deuda procedente de los vencimientos de bonos emitidos al inicio de la década” (Correa, 1998: 130)

Uno de los países que se vio mayormente afectado fue México, el cual vivió una creciente liberalización comercial y una desregulación financiera, que aunque se inició desde los ochenta, es en los noventa cuando se dan los cambios en la reglamentación e implementación de la política económica.

Haciendo uso de las políticas sugeridas por el Consenso de Washington, la economía mexicana para enfrentar el problema en cuenta corriente, dado a problemas de déficit comercial, eleva sus tasas de interés. Logrando con dicha medida, atraer grandes montos de capital.

México se convirtió en un excelente receptor de capitales, apoyado por serie de privatizaciones, que se dieron lugar bajo la creencia de que el estado estaba sosteniendo empresas que no eran rentables y que implicaban un alto costo. Básicamente se privatizaron empresas de los sectores energéticos y de telefonía las cuales dieron lugar a emisiones de ADR's y GDR's, con lo cual también estaba cambiando la forma de insertarse al mercado financiero internacional.

La naturaleza de los capitales que ingresaron a México no escapó a la que caracterizó al resto de los países de América Latina, fueron capitales de corto plazo que estaban en busca de ganancias de capital que principalmente se dirigieron a la compra de bonos. Aunque, como se ha mencionado se dirigían a la compra de acciones, se comentó que la posibilidad de que se continuara obteniendo beneficios para un posible crecimiento económico estaría en función de lo que al Estado le quedara por privatizar.

Para 1995 México, al igual que el resto de las economías, pudieron salir adelante luego de la crisis en virtud de una serie de medidas implementadas en dichas economías. Lo que siguió fue un periodo de continuidad a las políticas de desregulación y liberalización financiera.

En México y en los países latinoamericanos, la liberalización comercial trajo consigo procesos deflacionarios dado que contrajeron la demanda, lo cual deprimió al comercio, la producción y la inversión.

Por el lado de la desregulación financiera, en la medida que se continuó con políticas de privatización y los precios de los títulos locales se estabilizaron y surgieron otros con mayores expectativas de ganancias, las corredurías y fondos de inversión estadounidenses mostraron un renovado interés de compra.

Así los acontecimientos de finales de 1994 y 1995, a lo que se le denominó crisis de los mercados emergentes y el efecto tequila, revelaron lo endeble de los resultados positivos alcanzados en los años anteriores. En la devaluación del peso y la incapacidad inmediata para cubrir los vencimientos de los tesobonos por parte del gobierno mexicano gravitó a la calidad negativa de las inversiones extranjeras²¹. Una gran parte de los recursos captados por AL eran sumamente volátiles, la afluencia de capitales extranjeros fue el resultado de la combinación de unos tipos de interés altos y una apreciación real de la moneda nacional.

En 1997 América Latina recibió nuevamente capitales del exterior en gran cantidad. En el ingreso de capitales destaca el monto de la inversión extranjera directa, que fue aproximadamente de 44 000 millones de dólares, aunque también importantes fueron las emisiones internacionales de bonos que realizaron algunos países.

La balanza en cuenta corriente tenía un déficit de 60 000 millones de dólares, cifra muy superior a las de 1995 y 1996 (Vidal, 1998) El déficit se debió básicamente a una balanza comercial deficitaria, pues aunque las exportaciones tenían un ritmo de crecimiento positivo el dinamismo de las importaciones fue superior. Para compensar el déficit en la balanza comercial se recurrió al financiamiento con capitales privados del exterior.

Esta vez, el ingreso de los capitales internacionales se vincula al proceso de privatizaciones y a los cambios en la propiedad de los activos, así como a la desregulación y liberalización en los mercados, flexibilización laboral y a la apertura comercial.

Una gran cantidad de empresas están tomando parte de los mercados de la región, en una estrategia que no necesariamente implica ampliación de la capacidad de producción. Otras más están multiplicando las inversiones de portafolios y/o complementando sus cadenas de producción con relación a la dinámica de mercados externos.

²¹ Desde febrero de 1994 México trató de hacer frente a la salida de capitales apelando a cambiar las tenencias de inversionistas extranjeros de valores gubernamentales en pesos por instrumentos de cobertura (tesobonos)

Sectores económicos y nuevos agentes económicos se desempeñaron y el sentido y contenido de las políticas económicas varió.

“Venta de empresas públicas, compras de grandes firmas por otros consorcios, desinversiones y ventas de activos por parte de firmas de las cuales varias son líderes en sus ramas económicas, desregulación económica, crecientes colocaciones financieras, nuevos financiamientos públicos, por citar algunos procesos sobresalientes, constituyen parte del mismo fenómeno” (Correa, 1998:112)

El crecimiento de los mercados internacionales de capital ha sido constante, empero el crecimiento de los mercados de dinero y capital no se ha acompañado de un crecimiento sostenido y elevado de la actividad económica. *“Junto a las colocaciones financieras se mantiene el débil crecimiento de la inversión, el desempleo no disminuye en muchos de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), la demanda se estanca y los salarios se reducen”* (Vidal, 1998: 113)

El mercado de capitales se ha visto acompañado de una inestabilidad, ya que las colocaciones financieras no sólo han de considerar el devenir de las empresas sino que además, y muy importante, considerar mercados cambiarios en constante fluctuación y tasas de interés erráticas. Así la presencia del mercado de derivados es un signo más en el proceso de inestabilidad financiera.

En este nuevo contexto, las economías se caracterizaron por un moderado crecimiento con estabilidad de precios, lo cual obedeció a la sostenida expansión de las exportaciones y al mayor acceso al financiamiento externo. Los tipos de cambio y el comportamiento de la tasa de interés en los E.U. han sido igualmente datos clave.

El comportamiento de AL hasta nuestros días sigue en función del ajuste económico y ejecución de la Agenda del Consenso de Washington. Aunque ha habido cambios en el comportamiento de algunas variables macroeconómicas, es persistente el componente externo del proceso de inversión. Se continúan gestando nuevos consorcios y las operaciones de fusión y compras hostiles se multiplican.

Mientras 1997 significó un año en el cual América Latina comienza a mostrar signos de recuperación, a mediados de ese año se desató en una crisis en Asia. Al igual que en todo el mundo, en Asia también se habían venido implementando las políticas de

liberalización del sector externo, desregulación del sector bancario-financiero, privatizaciones y minimización del papel del Estado en la gestión económica.

Las economías emergentes de Asia fueron receptoras de grandes flujos de capital, lo cual llevó a una enorme actividad inversionista en los mercados de acciones, bonos, y todo tipo de títulos financieros. Empero, como lo demostró la experiencia de la economía mexicana, la actividad inversionista escasamente se reflejaba en incrementos en la inversión neta y en la producción real.

“Alguna vez en el pasado distante generalmente se daba por garantizado que estas dos formas de inversión estaban mutuamente conectadas: el ahorrador compraba el pedazo de papel del productor, quien usaba las percepciones para comprar activos reales. Desde luego... ésta no es la manera en que el proceso de inversión funciona hoy. De hecho no hay conexión necesaria entre inversión financiera e inversión real ” (Puyana 2000:152)

La liberalización financiera ha posibilitado que grandes masas de recursos financieros en manos de especuladores puedan desplazarse rápidamente en búsqueda de rentabilidad financiera en el corto plazo.

Los involucrados en la mencionada crisis asiática fueron Taiwán, Corea, Singapur, Hong Kong, Malasia, Indonesia Tailandia y Filipinas. El ritmo de crecimiento de sus economías se basaba en un dinámico proceso de exportaciones, las cuales se exportaban básicamente a EU y a Europa; al ser competencia para éstos los países del bloque se vieron presionados para llevar a cabo una serie de medidas tendientes a liberalizar el comercio, a eliminar restricciones a las importaciones y al proteccionismo industrial selectivo; a la revaluación de sus monedas y; a la desregulación de sus sistemas financieros, básicamente.

“La liberalización de los movimientos de capital a nivel internacional... fue impulsada sobre todo en el transcurso de los años noventa, permitiendo incluso la creación de centros financieros off-shore, como el de Labuan en Malasia y el de Bangkok, creado en 1992 en Tailandia ” (Puyana, 2000:170)

El punto detonante de la crisis asiática fue la inestabilidad y volatilidad de los flujos de capital, y por tanto la escasez de fondeo. La desregulación financiera abrió la puerta a los efectos perniciosos de una estructura financiera internacional basada en tipos de cambio fluctuantes y movimientos especulativos de capital de corto plazo.

Otros elementos a considerar que también contribuyeron a la crisis fueron, en primer lugar, una disminución del ritmo de crecimiento del comercio internacional en los años de 1996 y 1997 con relación al periodo 1993-1995. Y por el otro, la aparición de sobrecapacidad productiva a nivel mundial en exportaciones intensivas en mano de obra (Mántey, 2000)

Cabe mencionar la desmesurada expansión del crédito bancario hacia el sector privado, del cual una parte importante se destinó a inversiones bursátiles e inmobiliarias especulativas, lo que contribuyó a la aparición de carteras frágiles a la par de que la expansión del crédito se vio financiada mediante préstamos externos.

A diferencia de lo sucedido en México, cuyas entradas de capital fueron destinadas a financiar gastos de consumo, los flujos de recursos en Asia fueron destinados a la sobreinversión, especialmente en propiedad.

Una vez más, las decisiones tomadas en los Estados Unidos vieron a precipitar la crisis asiática. En 1996 EU comenzó con una tendencia alcista en sus tasas de interés, lo cual llevó a generar presiones sobre el tipo de cambio tailandés. Se recurrió a la elevación de las tasas de interés, decisión que afectó negativamente a las cotizaciones en la bolsa de valores. A dicha caída siguió una venta masiva de bienes raíces, dando lugar a una crisis inmobiliaria tras el auge experimentado por dicho mercado previamente. El 2 de julio de 1997 Tailandia deja de defender su moneda (baht), la consecuente devaluación llevó a que el servicio de la deuda se disparara, y por tanto surgiera una cartera vencida y una caída en los flujos de capital. Tal situación no tardó en presentarse en Malasia e Indonesia y, posteriormente, en Corea y el resto de los tigres asiáticos (Mántey, 2000)

Los capitales extranjeros alimentaron una burbuja especulativa²² que al explotar resultó en la quiebra técnica de todo el sistema financiero de la región.

Por tanto, se advierte que durante las últimas dos décadas las economías emergentes de AL y del sudeste de Asia se han visto presionadas para desregular sus sistemas financieros, a abrir la cuenta de capital de sus balanzas de pagos y a liberalizar el comercio.

En cuanto a la desregulación financiera nos dice Mántey (2000:191):

²² El surgimiento y estallido de las burbujas especulativas se vio favorecido por las decrecientes tasas de rendimiento de las inversiones. El descenso en la rentabilidad de los activos reales hizo atractiva las inversiones de tipo bursátil e inmobiliario.

“Las reformas financieras implicaron la eliminación de controles cuantitativos y cualitativos a la expansión del crédito y su sustitución por instrumentos basados en el mecanismo de mercado, medidas para promover el desarrollo de los mercados de valores, y la supresión de limitaciones a la inversión de extranjeros”

En lo que respecta a la liberalización comercial, las economías emergentes si bien tienen un crecimiento en sus exportaciones, el dinamismo de las importaciones continúa siendo mayor.

2.3. Situaciones Perversas de la Desregulación y Liberalización Financiera

Luego de la primera guerra mundial se puede situar un incremento acelerado de la liquidez mundial, la cual llegó a generar grandes conflictos como fueron la propia primera guerra mundial, la crisis de los treinta y la segunda guerra mundial. Las autoridades, principalmente de las economías desarrolladas, han buscado la forma de hacer frente a esos desequilibrios.

En la búsqueda de obtener mejores condiciones para ellas y buscar mercados en los cuales incrementar las ganancias del capital y la rentabilidad del mismo, se han implementado una serie de políticas económicas en las economías desarrolladas, pero también vía los organismos internacionales, básicamente el FMI y el BM, se han impuesto en las economías en desarrollo una serie de políticas tendientes a la desregulación y liberalización financiera.

La desregulación puede ser entendida como la ruptura de normas explícitas o implícitas presentes en los mercados y en la actividad de los intermediarios financieros (Correa, 1998)

En cuanto a las medidas desregulatorias, la modificación o levantamiento de las normas sobre las tasas de interés fue uno de los componentes más importantes para el amplio crecimiento del euromercado.

Debe destacarse que la desregulación fue posible gracias a la innovación financiera y a las modernas tecnologías en comunicación e informática. Así la desregulación procede de la internacionalización de las actividades financieras.

Más allá de la liberalización de las tasas de interés y de la eliminación de las restricciones impuestas a la expansión geográfica, la desregulación financiera ha implicado

una desregulación bancaria, se han simplificado los controles de crédito, de inversión y de depósitos obligatorios.

Así pues, la eliminación de los controles de capital, el exceso de endeudamiento, la gran inestabilidad de los tipos de cambio y las olas especulativas sobre las bolsas de valores, han generado gran incertidumbre en las economías, y ésta a su vez, ha conducido a diversos desequilibrios que han provocado crisis. Lo cual se suscita por los problemas que en el mercado real generan los desequilibrios en el mercado financiero, como nos lo menciona Gabriel Gómez (2000: 221):

“ Al no funcionar adecuadamente los mercados financieros el proceso de intermediación se frena, perturbando las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos...

Entre las principales externalidades se pueden considerar la propensión a generar déficit fiscales, las restricciones de fondos a empresas pequeñas y medianas, la ampliación de los procesos recesivos, la disminución de la calidad de la inversión, ya que por el deterioro de la información y la selección adversa –típicos de las crisis bancarias- los fondos no fluyen a sus usos más productivos y además se dificulta la conducción de la política monetaria (Goldenstein y Turner, 1996). Todas estas circunstancias afectan la situación del sector real ”.

La desregulación y liberalización financiera han traído consigo una disminución del número de intermediarios financieros y ha avanzado la concentración del mercado en un número menor de estos; de esta forma la inestabilidad financiera puede verse como producto de la rápida y descuidada integración de mercados financieros con distintas estructuras, tamaños, profundidades y tasas de crecimiento.

El crecimiento de la riqueza financiera en manos de los inversionistas financieros privados ha incrementado la demanda por diversificación de riesgo. Para ello se ha buscado en la mayoría de las economías tener una mayor profundidad financiera, entendida como una mayor participación de un número cada vez mayor de participantes en el mercado financiero y de un número y diversidad cada vez mayor de instrumentos financieros.

Sin embargo, *la liberalización financiera e integración financiera debilitaron los mecanismos tradicionales de financiamiento, mientras que las 'soluciones de mercado' alternativas no emergieron de manera espontánea, poniendo en peligro la posibilidad de*

estas economías en aumentar la inversión, generar actualización tecnológica y crecimiento rápido en el largo plazo (Studart 2002: 290)

La función de los bancos en la provisión de financiamiento ha cambiado de manera fundamental. En los países desarrollados, el crecimiento de los mercados de capitales y de los inversionistas institucionales han generado que las fuentes de fondeo para los inversionistas corporativos se han expandido de manera extraordinaria, las cuales cuentan con diversas estructuras de vencimientos de los activos. Sin embargo en los países en desarrollo los sistemas financieros se han caracterizado por una reducida diversificación de fuentes de financiamiento y de vencimiento, así como un mercado relativamente reducido de títulos.

Hay que resaltar que la desregulación implementada en el sistema bancario, sobre todo en lo concerniente a la eliminación de controles cuantitativos y cualitativos a la expansión del crédito, han generado procesos inflacionarios en los precios de los activos financieros e inmobiliarios. Las altas ganancias que ofrecen vía ganancias de capital, atraen a los mercados financieros inflados, grandes volúmenes de capital especulativo, lo cual genera condiciones perversas pues tienden a sobrevaluar los tipos de cambio, lo que es particularmente pernicioso para economías con monedas débiles (Toporowski, 2000)

La desregulación financiera más allá de dejar fuera el control del estado, éste debe de incrementar el control sobre los mercados financieros, debe hacerse vía una supervisión prudencial que sea capaz de anticipar posibles desequilibrios financieros que puedan transformarse en crisis económicas que repercutan no sólo en el país de origen sino también en el resto de la comunidad internacional, en la medida del alto contagio a que están expuestos los mercados por estar altamente interrelacionados.

Conclusiones

Después de la Segunda Guerra Mundial el mundo entero comienza a organizarse a fin de evitar conflictos que originaron las dos guerras. En el ámbito financiero surge el Acuerdo Bretton Woods el cual tiene como finalidad armonizar los intereses de las diversas naciones, en particular entre los países desarrollados.

El SBW rompe con el anterior sistema de barra-oro y es sustituido por un sistema de cambio dólar, en donde Estados Unidos ejerciendo su hegemonía se comprometió a mantener una tasa de cambio del dólar frente al oro, y permitió a su moneda ser el patrón de medida para el resto de las monedas a paridades fijas.

El SBW permitió a EU expandir su dominio al resto del mundo al respaldar sus transacciones con emisiones de dólares. Sin embargo, al no ser proporcionado su crecimiento productivo con el crecimiento monetario y financiero que presentó durante el periodo, se vio obligado a suspender la convertibilidad del dólar en oro, y a la posterior desmonetización del mismo.

Posterior a BW se estableció un sistema basado en tipos de cambios flexibles, en el cual la productividad de cada país ha quedado relegada como determinante de la tasa de cambio. En la era post BW se cuenta con tipos de cambios desalineados, generalmente sobrevaluados ante crecientes oleadas de capital hacia las naciones.

La tasa de interés juega un papel clave en el devenir de los países. Ante continuos años de procesos inflacionarios (finales de los 70's y los ochenta) los países han recurrido al manejo de la tasa de interés como medida para controlar a la inflación.

El discurso ortodoxo asegura que precios estables y flexibles garantizan fases de crecimiento económico. Así, el uso de elevadas tasas de interés para atraer capitales extranjeros que permitan una sobrevaluación de la moneda local, con lo cual ocasionen un abaratamiento de las importaciones, una caída de los precios internos, un incremento en la demanda agregada, un incremento en la inversión y por tanto un incremento en el producto y el empleo; es un mecanismo altamente recurrido.

A partir de los ochenta pueden detectarse políticas tendientes a desregular y liberalizar las economías nacionales.

Después de la crisis de la deuda, el giro del papel de banca privada en el financiamiento y el fortalecimiento del sistema financiero en dicha tarea, han marcado un proceso de continuos ajustes monetarios y financieros.

Específicamente, el mercado de capitales ha tomado la tarea de financiar y fondear a la inversión. La banca comercial cada vez más incorpora en sus balances las llamadas operaciones fuera de balance, que no es otra cosa que una creciente participación en el mercado de valores.

El crecimiento inusitado del mercado de capitales, cuya inflación de precios no es acorde con el crecimiento en la productividad del capital y de la producción en su conjunto, ha traído consigo inestabilidad financiera y económica.

La desregulación y liberalización monetaria y financiera han permitido que desequilibrios en un mercado nacional se transmitan en cuestión de segundos en todo el mundo. Así ha sido el caso de la crisis de México en 1994-1995, Sudeste Asiático en 1997-1998, Brasil en 1997 y Rusia en 1998.

Los mercados de capitales en economías en desarrollo o economías emergentes han sido lugares preferidos por los capitales, en la medida que éstas economías ofrecen altas tasas de interés con la finalidad de mantener tipos de cambios sobrevaluados y así, poder hacer frente a la inflación.

Además de un elemento adicional que es la inflación en los propios mercados de capitales, la cual si bien en economías desarrolladas es benéfica, dado a que aporta a las empresas mayores recursos porque los mercados de capitales son espacios en donde las corporaciones acuden a financiarse; tal situación en las economías emergentes o en desarrollo no se presenta, en la medida que el mercado de capitales no cumple la función de financiar nuevos proyectos, sino más bien es el espacio al cual las empresas acuden a refinanciar deuda o capital productivo.

Aunada a la inflación del mercado de capitales que presentan las economías emergentes, se encuentra el problema de contar con mercados de capitales pocos profundos y débiles, dado el número de participantes en ellos y la diversidad de los instrumentos; situación que hace aún más vulnerable a estas economías, pues se atenta en contra de la inversión, la demanda agregada y, por tanto, del producto y el empleo.

Capítulo III

El Papel del Sistema Financiero en la Economía Mexicana

En el capítulo anterior se hizo un análisis del Sistema Financiero Mundial desde el establecimiento del Sistema Bretton Woods hasta lo acontecido en la última década del siglo XX, con la finalidad de mostrar el efecto que tuvo el entorno financiero mundial sobre el sistema financiero nacional; particularmente, para exponer los efectos que tuvo sobre la economía mexicana y sobre las formas de financiamiento el proceso de desregulación y liberalización financiera que se comenzó a fines de la década de los setenta, y que se mantuvo hasta la década de los noventa.

El presente capítulo busca dar cuenta de la evolución histórica del sistema financiero mexicano (SFM), de la década de los cuarenta a los noventa, para situar los diversos cambios institucionales que se han dado lugar en el mismo, resaltando a aquellos cambios producto del proceso de desregulación y liberalización financiera.

Adicionalmente, se tendrá por objetivo, demostrar el impacto que los cambios institucionales en el sistema financiero mexicano han tenido sobre el mercado de capitales y sobre las fuentes de financiamiento a la inversión.

Se tendrá como hipótesis que el sistema financiero mexicano no ha escapado a los cambios que han estado presentes en el entorno financiero internacional de los años cuarenta a los noventa, atravesando por una serie de modificaciones institucionales y de política económica, que en las últimas tres décadas del siglo XX se han visto enmarcadas bajo el precepto de liberalización y desregulación financiera; modificaciones que han afectado a las fuentes de financiamiento, buscando dejar al mercado de capitales como único mecanismo de fondeo.

Específicamente, se mostrará que para fines de la década de los noventa el mercado de capitales aunque se ha erigido como el único mecanismo de fondeo, no ha logrado cumplir con la tarea de fondear a la inversión debido a la volatilidad que ha caracterizado al sistema financiero. Particularmente, porque la tasa de interés de corto plazo se ajusta con la finalidad de estabilizar al tipo de cambio, generando altos rendimientos para títulos de deuda, desincentivando los rendimientos de títulos de renta variable negociados en el mercado de capitales.

En este capítulo se presentará una breve historia del sistema financiero mexicano,

poniendo énfasis en el desarrollo del mercado de capitales. A fin de exponer las principales modificaciones que ha tenido el SFM se dividirá este capítulo en cuatro apartados. En el primero, se expondrán los antecedentes del SFM y se hará un recuento de las principales transformaciones ocurridas entre los años cuarenta hasta 1971, año en que se rompe la estructura del sistema financiero internacional a raíz del desmantelamiento del Sistema Bretton Woods que desmonetizó al oro.

El segundo apartado cubrirá a los años setentas, período de prosperidad económica y alta liquidez, aunque con gran inestabilidad.

El tercero, se abocará a la década de los ochenta, periodo enmarcado en un proceso de desregulación y liberalización financiera que empezó a establecer en México nuevas condiciones y formas del fondeo de la inversión.

Finalmente, el cuarto apartado se dividirá a su vez en dos partes; en la primera, se expondrán las políticas que dieron continuidad al proceso de desregulación y liberalización financiera, así como las modificaciones llevadas a cabo en la estructura de las instituciones del sistema financiero en la década de los noventa; y en la segunda, se mostrará cómo está conformado institucionalmente el sistema financiero mexicano al año 2000.

3.1. El sistema financiero mexicano en un entorno financiero mundial regido por el Sistema Bretton Woods

3.1.1. Antecedentes del sistema financiero mexicano

México cuenta con un sistema financiero débil, sin embargo, esta situación no es de reciente aparición.

En cuanto al sistema bancario, el crédito otorgado por una institución bancaria puede remontarse al año de 1864 cuando, el 22 de junio, se funda el primer banco, el Banco de Londres, México y Sudamérica, cuya institución tuvo como funciones recibir depósitos, otorgar créditos, emitir billetes y proporcionar servicios a los negociantes que se dedicaban al comercio exterior.

Por su parte, el mercado de valores, particularmente las bolsas de valores en México, tienen su antecedente en el año de 1895, cuando el 21 de octubre, se funda la primera Bolsa de Valores de México²³, la cual, empero, desaparece a principios del siglo

²³ Cabe señalar que la aparición de una Bolsa de Valores en México es de aparición tardía, considerando que

XX²⁴.

Posteriormente, apareció la Bolsa Privada de México, en 1907, la cual ese mismo año se transformó en Cooperativa Limitada, y más tarde, en 1910, se cambió de razón social por la Bolsa de Valores de México, S.C.L.

En 1933, luego de que la Ley General de Instituciones de Crédito considerara a las Bolsa de Valores como Organizaciones Auxiliares del sistema Bancario Mexicano, la Bolsa de Valores de México, S.C.L. se transformó en la Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V.²⁵

Por otra parte, el órgano rector del Estado en materia monetaria y financiera, el Banco de México, fue creado en 23 de agosto de 1881, iniciando sus operaciones el 23 de febrero de 1882²⁶.

Otro grupo de instituciones de gran relevancia fueron los bancos de desarrollo, cuyo antecedente, en México, se remonta al año de 1934, al crearse Nacional Financiera.

3.1.2. Desarrollo del sistema financiero de los años cuarenta a los sesenta

El presente apartado busca mostrar como estaba conformado el sistema financiero mexicano en las décadas del cuarenta al setenta, particularmente, cuál era la estructura del mercado de capitales; así como enseñar el marco macroeconómico e internacional en el cual estaba inserto.

En el aspecto macroeconómico, México afronta la década de los cuarenta con un panorama benéfico. Con el inicio de la Segunda Guerra Mundial (1939) la demanda de materias primas se incrementa y los capitales entran a México. El tipo de cambio se mantiene estable durante casi toda la década, a excepción de los últimos dos años: el dólar pasó de 5.50 pesos en 1940 a 4.85 en 1941, precio en el que prácticamente se mantuvo hasta 1947; en 1948 volvió a subir a 6.81 pesos y de 1949 a 1953 se mantuvo a \$8.65 (Villegas y Ortega, 1991:16)

A partir de 1960 hasta 1971, México experimentó uno de los crecimientos

las primeras bolsas en el mundo datan del siglo XVII

²⁴ La primera bolsa de valores pasó desde su constitución por días muy difíciles dado a que los causes normales de canalizar capitales a la inversión no eran conocidos y debido a que la oferta de capitales para el mismo fin era exigua, por lo que entró en liquidación a principios del siglo XX.

²⁵ Mayores referencias en Villegas, E. y R. Ortega (1991)

²⁶ En lo que concierne a la reglamentación, supervisión y vigilancia del sistema financiero, se crearon en 1928 la Asociación de Banqueros de México, A. C. y la Comisión Nacional Bancaria

económicos más fuertes de la posguerra, lo cual se explica con base en dos factores. Primero, no se presentó especulación en el mercado internacional de capitales; y segundo, estaba presente un modelo económico denominado de desarrollo estabilizador, caracterizado por la sustitución liviana de importaciones.

De manera particular, la inversión privada creció a ritmos acelerados, a tasas promedio de 9.2% de 1961 a 1971; mientras que el PIB tuvo un crecimiento promedio de 8.0%; la inflación fue moderada (menor a un dígito); la tasa de cambio se mantuvo estable; la tasa de interés tuvo poca variabilidad; empezaron a utilizarse de modo generalizado los mecanismos de fondeo para el financiamiento público y privado (v.g., encaje legal y encajonamiento de créditos; y proliferaron los bancos de desarrollo, lo cual, estuvo acompañado de un mercado de capitales débil (Levy, 2001)

México experimentó un proceso de industrialización apoyado en una estructura de créditos privados y, principalmente, públicos para fundear a la inversión, la cual estuvo acompañada por una participación constante del Estado a través de la presencia de mecanismos compensatorios. Las principales fuentes de financiamiento, en orden de importancia, fueron: el excedente neto de operación, los montos destinados a reponer el consumo de capital fijo, los créditos bancarios, el financiamiento externo, y la emisión de valores en baja proporción (Levy, 2001)

En el entorno internacional, a mediados de la década de los cuarenta se instauró el Sistema Bretton Woods, el cual tuvo por finalidad establecer un orden financiero internacional para promover un crecimiento sostenido de la economía mundial. Uno de los objetivos de este acuerdo financiero fue limitar la movilidad del capital internacional, básicamente, el especulativo, para desarrollar el comercio internacional sobre bases estables e imponer una tasa de cambio fija para las monedas nacionales - las cuales fueron más flexibles en comparación al régimen anterior- (Levy, 2001)

Así, las normas y la estructura del sistema financiero en México, en el periodo comprendido de 1940 a 1971; se rigió por los lineamientos dictados desde los acuerdos del Sistema Bretton Woods.

En este contexto el sistema financiero mexicano presentará modificaciones que se van ir haciendo latentes a lo largo del periodo.

Por su parte, el mercado de valores se irá conformando de la siguiente forma, los

principales participantes durante todo el periodo serán, además de los inversionistas, las diversas instituciones financieras que constituyen al sistema bancario, con gran participación de las instituciones nacionales de crédito, mejor conocidos como bancos de desarrollo.

Referente a las instituciones nacionales de crédito, en el cuadro 1, puede observarse en la primer columna aquellas instituciones nacionales establecidas a 1940 y, en la columna dos, las diversas instituciones que fueron apareciendo de la década de los cuarenta a los sesenta.

Cuadro 1

INSTITUCIONES NACIONALES DE CRÉDITO, 1940-1960	
Establecidas antes de 1940	Establecidas después de 1940^a
<i>Instituciones del Sistema Bancario</i>	
Banco de México, S. A. (1881) Banco Nacional de Crédito Agrícola (1926) Banco Nacional Hipotecario Urbano y De Obras Públicas (1933) Nacional Financiera, S.A. (1934) Banco Nacional de Crédito Ejidal (1935) Banco Nacional de Comercio Exterior (1937) Banco Nacional Obrero de Fomento Industrial (1937) ^b	Banco Nacional del Pequeño Comercio (1943) Banco Nacional de Fomento Cooperativo (1944) Banco Nacional del Ejército y la Armada (1946) Banco Nacional Cinematográfico (1947) Banco Nacional de Transportes (1953) Financiera Nacional de Productores de Azúcar (1953)
<i>Otras Instituciones</i>	
Nacional Monte de Piedad (1775) ^c Dirección de Pensiones Civiles (1925) ^d Almacenes Nacionales de Depósito (1936) Unión Nacional de Productores de Azúcar (1938) ^e	Instituto Mexicano del Seguro Social (1942) Patronato del Ahorro Nacional (1950) Fondo de Garantía y Fomento de la Medicina y Pequeña Industria (1954) Fondo de Garantía y Fomento de la Agricultura, Ganadería y Avicultura (1954) Fondo de Garantía y Fomento del Turismo (1957) Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (1959)

a: Las cifras entre paréntesis indican la fecha en que originalmente se establecieron las instituciones

b: Incorporado al Banco Nacional de Fomento Cooperativo cuando esta institución se estableció en 1944

c: Nacionalizado en 1949

d: Reemplazado en 1959 por el Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado

e: Nacionalizada en 1953

Fuente: Brother, D. y Solís, 1967:40

De las instituciones nacionales de crédito, la mayor parte de sus recursos se dedicaron a financiar actividades industriales y agrícolas y, en menor medida, a las

pequeñas empresas del comercio exterior, de la construcción residencial y de la ampliación de los servicios públicos.

En cuanto al sistema bancario privado, durante el periodo de estudio del presente apartado, estará organizado bajo el principio de la especialización bancaria, el cual, por un lado, distingue entre el plazo de las operaciones, entre instituciones que se encargan de realizar operaciones financieras de corto plazo e instituciones que llevan a cabo operaciones de largo plazo; y por el otro, establece una diferencia entre la liquidez de tales operaciones, es decir, entre el tipo de operaciones realizadas por los distintos bancos (Bazdresch, 1982)

La evolución de las instituciones de crédito privadas, en función del número que de las mismas operaban en el sistema financiero mexicano, se aprecia en el cuadro 2.

Cuadro 2

INSTITUCIONES DE CRÉDITO PRIVADAS, 1940-1960				
	Número de Instituciones			
	1940	1950	1955	1960
Sistema Bancario				
Bancos de Depósito	61	106	106	102
Bancos de Ahorro	6	85	100	108
Sociedades Financieras	29	96	92	98
Instituciones Fiduciarias	8	91	99	113
Bancos Hipotecarios	2	20	24	26
Bancos de Capitalización	8	16	16	12
Asociaciones de Ahorro y Préstamo			4	3
Sucursales y agencias	61	846	1146	2346
Otras Instituciones				
Bolsa de Valores	1	2	2	3
Almacenes Generales de Depósito	13	23	27	29
Asociaciones Mutualistas	5	8	10	11
Uniones de Crédito	9	67	94	72

Fuente: Brother, D. y Solís, 1967:43

Las instituciones privadas de crédito más allá de financiar a la inversión, persiguieron intereses particulares, así lo anotan Brother y Solís:

“En contraste con los bancos nacionales, las actividades de las instituciones privadas tenían por motivo el lucro y, consiguientemente, los cambios operados en las condiciones de la oferta y de la demanda en el mercado influían en las fuentes y usos de los

fondos canalizados a través de las instituciones privadas, así como en las tasas de crecimiento relativas de los diversos tipos de tales instituciones” (1967:44)

Aunque el funcionamiento del sistema financiero estuvo dominado por las instituciones nacionales y privadas del sistema bancario, las bolsas de valores organizadas también desempeñaron una función secundaria en el mercado de fondos prestables.

Para 1960 existían ya tres bolsas de valores organizadas en México: la Bolsa de Valores de México, establecida en la ciudad de México desde 1907; la Bolsa de Valores de Monterrey, que inició operaciones el 25 de abril de 1960; y la Bolsa de Valores de Occidente, S.A. de C.V., que inició actividades el 20 de junio de 1960.

El mercado de valores durante la década de los sesenta, dentro del conjunto del sistema financiero, fue débil y delgado, las bolsas organizadas tuvieron poca relevancia; la proporción total de operaciones con valores registradas en las bolsas organizadas fue bastante pequeña, dentro de las cuales las menos significativas fueron las operaciones con títulos de renta variable.

De los factores que explican la pequeña importancia de los títulos de renta variable, Brother y Solís los circunscriben a tres:

“...primero, el deseo por parte de los que controlan las empresas industriales y de otra índole de conservar en sus manos el control y evitar la injerencia de extraños en sus prerrogativas de administración (especialmente, en las decisiones acerca de la declaración de utilidades y dividendos, lo que afectaría la tributación); segundo, el tratamiento del interés como un costo deducible para fines impositivos, mientras que los dividendos no proporcionan ninguna ventaja tributaria; y, tercero, el costo elevado de este medio de financiamiento, dadas las perspectivas de inflación”. (1967:60)

Por tanto, la década de los sesenta presentó una tendencia en la cual preponderó la emisión de títulos de renta fija sobre los de renta variable, tal como se muestra en el cuadro 3.

Cuadro 3

PARTICIPACIÓN DE LOS DISTINTOS INSTRUMENTOS EN EL TOTAL DE LAS OPERACIONES REALIZADAS								
	(porcentajes)							
	1969	1968	1967	1966	1965	1964	1963	1962
Conjunto de Instituciones	100	100	100	100	100	100	100	100
Rendimiento Variable	3.66	5.59	5.94	6.00	6.63	4.94	0.89	0.59
Renta Fija	96.34	94.41	94.06	94.00	93.41	95.06	99.11	99.41
Bolsa de Valores de México	100	100	100	100	100	100	100	100
Rendimiento Variable	3.68	5.68	5.91	6.12	6.65	4.89	0.85	0.58
Renta Fija	96.32	94.32	94.09	93.88	93.35	95.11	99.15	99.42
Bolsa de Valores de Monterrey	100	100	100	100	100	100	100	100
Rendimiento Variable	3.27	3.53	5.13	2.96	2.51	2.91	1.96	0.49
Renta Fija	96.73	96.47	94.87	97.04	97.49	97.09	98.04	99.51
Bolsa de Valores de Occidente	100	100	100	100	100	100	100	100
Rendimiento Variable	3.88	9.28	15.61	26.03	35.38	43.24	27.27	9.09
Renta Fija	96.12	90.72	84.39	73.97	64.62	56.76	72.73	90.91

Fuente: Caso Bercht Jorge, (1970:16)

El mercado de valores mexicano se desarrolló mediante un sistema de mostrador²⁷ aplicado principalmente a través de la banca privada, la cual se limitó a captar saldos de dinero y capital a la vista y con intereses.

El mercado organizado de valores se desarrolló, en términos de captación, a partir de 1964, sin embargo, el mercado accionario no pudo alcanzar mayor desarrollo por lo que fue utilizado, principalmente, con criterio de mostrador con un fuerte control selectivo de la inversión (Caso 1970:5)

Las circunstancias que rodearon al mercado financiero impusieron una característica al financiamiento de la inversión. Los fondos procedentes de las instituciones de crédito privados fueron otorgados en su mayoría a mediano plazo (créditos con plazo mayor a 360 días), representando de 1961 a 1971 el 51.6% en promedio, del total de créditos concedidos.

Cabe destacar que el gobierno tomó las medidas necesarias para desarrollar mecanismos "compensatorios" como los proporcionados por las instituciones nacionales de crédito especializadas (bancos de desarrollo) en la emisión de créditos a sectores

²⁷ Mercado informal, que se desarrolla en bancos y casas de bolsa, donde las cotizaciones no se publican, definición tomada de Mántey 1994

productivos y sociales determinados (Levy, 2001)

Finalmente, puede decirse, que las relaciones fundamentales que caracterizaron al periodo de desarrollo estabilizador en el ámbito financiero fueron, un sistema financiero regido por un sistema bancario, acompañado de un mercado de valores débil con poca participación de valores privados y un predominio de valores públicos. Y una fuerte participación del sector público a través del financiamiento proporcionado por la banca de desarrollo.

Conviene subrayar el papel que representó para la economía mexicana el Sistema Bretton Woods, en la medida que éste permitió estabilidad económica al país, como lo señala Levy (2001,181):

“...el SBW garantizó tasas de interés relativamente estables y bajas. Asimismo, proporcionó en cantidad suficientes recursos externos (públicos y de largo plazo) para estabilizar el comercio internacional, pero sin generar excesos que alentarán la especulación de capital. También existió un régimen de paridad fija de la tasa de cambio, eliminándose un fuerte elemento de incertidumbre”.

El modelo de desarrollo estabilizador, que rigió en el periodo de estudio del presente, comenzó a dar indicios de su agotamiento durante la segunda mitad de los sesenta, básicamente por desequilibrios del sector externo, la crisis agrícola y la contracción en el ritmo de crecimiento de la actividad económica.

Fue así, que, a mediados de 1970, con la subida al poder de Echeverría, se da paso a un nuevo modelo económico denominado modelo de desarrollo compartido, el cual conservó algunas características del anterior, tales como el modelo de acumulación con sustitución de importaciones (aunque se enfocará en una sustitución pesada de importaciones), los mecanismos “compensatorios”, la preponderancia de los recursos internos en el financiamiento de la inversión y la amplia participación del Estado en la actividad económica.

En la búsqueda de formas alternativas de financiamiento a la acumulación, vendrá un periodo de modernización en la bolsa de valores, lo cual será tema del siguiente apartado.

3.2. El sistema financiero mexicano en la década de los setenta

3.2.1. El papel del sistema financiero bajo el modelo económico de desarrollo compartido

México inicia la década de los setenta con un modelo económico de desarrollo compartido, cuyos rasgos dominantes fueron la sustitución de importaciones, la expansión del mercado interno y una modalidad específica de intervención estatal en la economía.

Las características de esta nueva etapa del modelo de sustitución de importaciones pueden resumirse en tres elementos, así lo indican Ejea y Garrido (1991:29):

“Primero, solventar el intervencionismo creciente y reordenador por parte del sector público; segundo, saldar el deterioro externo pagando las importaciones de los bienes de capital que hacían falta para profundizar la sustitución de importaciones, de los alimentos que escaseaban, y generando las divisas necesarias para asegurar las remesas por regalías y utilidades que transferían a sus matrices las empresas transnacionales; y tercero, proveer los recursos y mecanismos que reanimaran a la inversión privada y que facilitarían la reasignación de esta última en términos del propio proyecto innovador”.

En el entorno internacional un suceso que marcó el devenir de la economía mexicana para los siguientes años, fue el rompimiento del Sistema de Bretton Woods. Dada la desmonetización del oro, la oferta de los recursos privados internacionales de corto plazo aumentó desmesuradamente; además, transformó el régimen de cambio de paridad fija a flotante provocándose fuertes variaciones de las tasas de interés.

A ello debe añadirse la crisis de las economías estadounidense y europeas, lo cual provocó que las instituciones financieras de dichos países canalizaran sus recursos a países en desarrollo, particularmente hacia América Latina.

Así, la caída del SBW y sus consecuentes repercusiones en el entorno internacional, aunado a situaciones internas de la economía mexicana, propiciaron incrementos de las tasas de interés nominales nacionales, aceleraron la inflación y las tasas de interés reales se volvieron negativas. Ello conllevó a procesos devaluatorios y a una creciente y constante fuga de capitales (Levy, 2001)

Particularmente, durante la década de los setenta, el sector financiero se volvió centro de diversas reformas en la búsqueda de un mayor financiamiento a la inversión; dentro de las cuales, destacan las siguientes.

Entre 1973 y 1974, se encuentran la posibilidad de que las instituciones nacionales establecieran sucursales o agencias en el extranjero, o invirtieran en acciones o participaciones en el capital social de entidades financieras del exterior; la supresión de la posibilidad de que instituciones financieras del exterior establecieran sucursales en México, permitiendo tan sólo oficinas de representación; la autorización a las instituciones de crédito para invertir en acciones de sociedades que presten servicios o que realicen operaciones complementarias o auxiliares; y la posibilidad de depósitos en moneda extranjera dentro del sistema financiero nacional (Ejea y Garrido 1991:34)

Lo anterior instauró los primeros pasos de la internacionalización de la banca privada.

En 1975 se creó la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. (BMV), como resultado de la fusión acordada entre los socios de la Bolsa de Valores de Occidente, la Bolsa de Valores de Monterrey y la Bolsa de Valores de México²⁸.

Luego, el 18 de marzo de 1976, se publicó en el Diario Oficial las reglas para de la constitución de una nueva forma de organización de la banca, la Banca Múltiple²⁹, que vino a sustituir al sistema bancario organizado bajo el principio de la especialización.

En 1976 comienzan a verse resultados de las diversas medidas llevadas a cabo; luego de la primera devaluación del periodo, el mercado de valores empezó a tener un crecimiento significativo, a través del cual se buscó implantar y desarrollar una política de financiamiento directo a la inversión (Levy, 2001)

Sin embargo, este crecimiento no fue suficiente, ni cubría con las expectativas en el corto plazo, de hecho algunos resultados resultarían contraproducentes. Bajo este contexto, se buscaron nuevas alternativas.

²⁸ La BMV es producto de la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975, la cual otorgó al mercado bursátil su propio marco jurídico, así mismo en ella se deja abierta la posibilidad a que existan otras bolsas de valores.

²⁹ Las operaciones de la banca múltiple no reconocen una distinción entre el mercado de dinero y el de capitales. Es una institución que legalmente puede vender deuda a cualquier plazo y realizar créditos también a cualquier plazo, mayores referencias en Villegas y Ortega 1991.

3.2.2. El desarrollo del sistema financiero de 1977 a 1979

Para inicios de 1977 dos transformaciones fueron relevantes en el cambio de estrategia económica, primero el desarrollo de la llamada *Alianza para la producción*, en la cual, los empresarios se comprometían a generar empleos y exportaciones invirtiendo en ramas productivas de bienes intermedios y básicos, a cambio de que el Estado ofreciera estímulos fiscales, apoyo financiero, expansión de infraestructura e insumos baratos.

Segundo, el acatamiento de las normas dictadas por el FMI que comprendían, la limitación al endeudamiento público interno al margen proporcionado por el encaje legal y al déficit externo a 3,000 millones de dólares; la liberalización de los precios internos y el comercio exterior; garantías de alta rentabilidad al capital; y retiro de toda obstrucción a la libre convertibilidad del peso (Ejea y Garrido 1991)

Otros de los cambios que valen la pena mencionar fueron, la supresión de los bonos financieros (instrumentos que debieron ser a largo plazo, pero de extraordinaria liquidez), la creación del impuesto a las utilidades brutas extraordinarias, el lanzamiento de la primera emisión de Petrobonos para financiar a PEMEX³⁰, y la primera colocación de Cetes - instrumentos de alta liquidez y buen rendimiento usados para financiar al gobierno federal o para controlar el medio circulante- (Villegas y Ortega, 1991)

En el ámbito macroeconómico, entre 1977 y 1979 aumentó la tasa de crecimiento del producto nacional de 3.2% a 9.2%, la de las manufacturas pasó de 9%, en 1978, a 10.1% en 1979; la industria petrolera llegó de 16.9% a 18.2% y la industria de la construcción pasó de 12.4% a 13%, en los mismos años. La formación bruta de capital y la inversión extranjera también se vieron favorecidas.

Por su parte la deuda externa como porcentaje del PIB, que incrementó de 12% al 30.9% de 1975 a 1977, cayó al 28.4% en 1978; mientras que el coeficiente de servicios mantuvo una tendencia creciente dado el propio crecimiento del producto interno y al alza de las tasas de interés internacionales, pasando de 25.1% en 1975 a 50.8% en 1978³¹.

El sistema financiero, por su parte, aumentó su captación total de recursos de ahorro como proporción al PIB, pasó de 27.3% en 1977 a 29.5% en 1979; y, aumentó el porcentaje del crédito con relación al PIB, pasó de 27.9% a 31.3% para los mismos años (Ejea y

³⁰ Ayudado por los altos precios del petróleo en ese momento.

³¹ *Ibid.*

Garrido 1991:46)

En 1978 el mercado de valores experimentó un importante crecimiento, 424% con respecto al año anterior (Cardero y Quijano, 1982)

Pese a este resultado benéfico, entre los años 1978 y 1979 México experimentó una serie de desequilibrios internos y externos, productivos y financieros que más tarde evidenciarían la disfuncionalidad del sistema financiero nacional.

Dentro de los desequilibrios productivos internos y externos que se presentan a partir de 1978, Ejea y Garrido (1991:49) plantean como los de mayor relevancia:

“En primer lugar, el incremento del empleo industrial no fue suficiente para compensar la disminución relativa de las remuneraciones a los trabajadores derivadas de los topes salariales; el consumo total y privado descendió como proporción del PIB mientras se acumulaban inventarios; por otro lado, en tanto que crecía la manufactura de bienes de consumo durables, decrecía la de no durables y de inversión; finalmente, la tasa de crecimiento de la producción agropecuaria para consumo interno y exportación se volvió negativa en 1979.

A estos elementos de eventual freno endógeno a la acumulación se sumaban los desequilibrios en el sector externo. Sin diversificarse las exportaciones... las importaciones registraron un alza importante debido a las compras de materiales y equipos para la industria petrolera, y a la necesidad de adquirir alimento y la liberalización que se instrumentó para preparar una posible entrada al GATT”.

En el ámbito financiero, la fuente alternativa de financiamiento implementada en México, estuvo rodeada por otros desequilibrios. En primer lugar, el crecimiento de la bolsa se dio en un periodo de recesión internacional; por lo tanto, luego del alza de las tasas de interés en Estados Unidos en 1979, los precios de otros activos distintos a los títulos bursátiles, como lo son las colocaciones financieras, las inversiones inmobiliarias y los metales, se dispararon. Principalmente, subió el precio de los metales preciosos sesgando la especulación hacia esos mercados.

En segundo lugar, el crecimiento espectacular que registró la bolsa no se sustentó en nuevas emisiones y, además, el movimiento accionario de 1978 contó con el impulso del crédito bancario. De hecho, cuando en 1979 comienzan a promoverse las emisiones primarias, se produce, en junio, el primer derrumbe de la bolsa (Cardero y Quijano, 1982)

Además deben mencionarse otros factores que desequilibraron al sistema financiero como: la no-realización de las reformas fiscales y la débil supervisión de las autoridades fiscales para que los estímulos otorgados fueran efectivamente utilizados en la promoción del mercado primario de acciones.

Ante las inestabilidades previamente mencionadas, el gobierno trató de llevar a cabo una serie de reformas, destacando aquellas, encaminadas a robustecer al mercado de valores como una modalidad alternativa de financiamiento a la acumulación.

Dichas reformas, comprendieron, entre otras la canalización de recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles; el fomento a la creación de casas de bolsa; la autorización de revalorización de activos de las empresas cotizadoras; la promulgación de la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero así como inyección directa de recursos públicos en el mercado de valores (Ejea y Garrido 1991)

Producto de estas medidas se presentaron diversos cambios en la composición del mercado de valores. En 1975 los títulos de renta fija gubernamentales en circulación representaban la mitad del importe total operado, mientras que para 1979 fueron las 2/3 partes. Particularmente en 1978 el importe operado de Petrobonos alcanzaba 1.6% y el de Cetes – para su primer año de colocación- 47%³².

El comportamiento del mercado bursátil accionario, tuvo un crecimiento elevado que se sostuvo hasta mayo de 1979 cuando el índice de cotizaciones de la bolsa se encontraba en 104.5%; cayendo para el resto del año en un 33 por ciento.

Sin embargo, pese al desarrollo del mercado de valores, éste no logró tener implicaciones positivas en el conjunto de la economía, como lo indican Ejea y Garrido (1991:53):

“...mientras que el importe total operado en 1975... representó el 10.3% del PIB, para 1978 sólo alcanzó el 7.2%... Asimismo, el financiamiento otorgado por la bolsa como proporción del financiamiento total otorgado por el sistema bancario, también bajó del 32.3% en el primer año, a 23.8% en el último”.

Así, tras una expansión de la oferta de acciones al principio de 1979, una sobrevaluación de las cotizaciones, el ascenso de la especulación con metales preciosos y

³² Cifras tomadas de Ejea y Garrido 1991:53

un cambio de expectativas anticipadas sobre el ciclo económico, se produjo un desplome de la bolsa a finales de 1979.

Después del derrumbe de la bolsa en 1979, el mercado de valores mexicano presentó la siguiente situación.

A nivel de los títulos públicos, el total operado creció 380% en términos nominales y 116.8% en términos reales, respecto al importe de operaciones totales de la BMV; correspondiendo a Petrobonos y Cetes el 83.5% en 1980, 87.2% en 1981 y 80.5% en 1982.

Dentro de los títulos privados, la operación de acciones se elevó, de 1980 a 1981, 36.8% en términos nominales y sólo 6.8% en términos reales. En cambio, la emisión primaria de acciones disminuyó nominalmente 62.5% (Ejea y Garrido, 1991)

Por tanto, el mercado de valores operó predominantemente como un mercado de dinero debido a una alta demanda por liquidez, la búsqueda de mayor rentabilidad en el corto plazo y a la conducta de las empresas cotizantes que desviaban los recursos productivos hacia la búsqueda de utilidades vía la especulación.

Así, no obstante los esfuerzos hechos para incrementar el financiamiento vía el mercado de valores, las fuentes internas de financiamiento continuaron siendo las de mayor importancia; aunque hay que destacar que las variables que presentaron mayores tasas de crecimiento fueron los flujos de valores, los flujos de crédito, el saldo de la cuenta de capitales, el consumo de capital fijo y el excedente neto de operaciones; alcanzando tasas de 33%, 26%, 21%, 7% y 5.2%, respectivamente, para el periodo comprendido de 1972 a 1982 (Levy, 2001)

Finalmente, luego del derrumbe de la bolsa en 1979, el sector externo, presentó las siguientes dificultades. Situaciones en el entorno mundial como las expectativas devaluatorias, el atractivo que proyectaba la elevación de las tasas de interés internacionales y la especulación con metales preciosos, conllevaron a una fuga de capitales, la cual creció 7.5% en 1979, 62.5% en 1980 y 93.2% en 1981.

Otro problema que afectó al sector externo fue el cambio en los periodos de amortización, la deuda de largo plazo creció 40% entre 1978 y 1979, en tanto que la de corto plazo se multiplicó 9 veces (Ejea y Garrido 1991)

Por lo tanto, debido al aumento de la liquidez de los instrumentos financieros nacionales, la dolarización de la captación financiera, las devaluaciones y la imposibilidad

del gobierno mexicano en afrontar el pago de la deuda externa, estalla la crisis de la deuda externa en 1982, presentándose una ruptura del sistema financiero nacional (Levy, 2001)

3.3. El sistema financiero mexicano en la década de los ochenta. Crisis de la deuda externa de 1982 y crac bursátil en 1987

En el periodo que transcurre entre el estallido de la deuda en 1982 y los últimos años de la década de los ochenta, la economía mexicana experimentó modificaciones intensas y profundas, afectándose las formas de financiamiento.

El presente apartado trata de dar cuenta de dos periodos, marcados por los años 1982 y 1987, el primero de ellos comprende de 1982 a 1986 y el segundo de 1987 a 1989; durante los cuales México atravesó por una serie de políticas económicas encaminadas, primero, a dar salida a la crisis de la deuda desatada en 1982, y segundo a hacer frente al crac bursátil de 1987.

3.3.1. Crisis de la deuda externa de 1982

A inicios de la década de los ochenta, la economía mexicana enfrenta diversos problemas tanto al interior de la misma como en el ámbito internacional.

La crisis desatada durante 1981 y 1982 fue un momento culminante en el largo periodo de transformaciones y ajustes por los que venía atravesando la economía mexicana durante la década de los setenta. Dicha crisis se caracterizó por un elevado índice inflacionario, la dolarización, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas³³; por lo cual, la coyuntura financiera pasó a ser el problema de más urgente resolución en la crisis de 1981-1982.

Específicamente la esfera financiera presentó grandes modificaciones como resultado del propio objetivo de la política económica de corto y largo plazo, y de las reformas institucionales y legales promovidas en esa área. Lo cual desencadenaría, de hecho, en un superciclo del segmento accionario del mercado de valores, que culminó con el crac de octubre de 1987.

Dentro de las reformas, para atraer la inversión en bolsa a partir de marzo de 1982, se encuentran la autorización para formar sociedades de inversión de mercado dinero, la

³³ En el mercado de valores la baja continuaba y salvo el mercado de dinero para necesidades operativas y los Petrobonos y metales para especular con una segunda devaluación, no existían otras alternativas de inversión.

emisión de pagarés con garantía fiduciaria (dólares) que tuvieron efímera vida, y la 7ª emisión de Petrobonos (Villegas y Ortega, 1991)

En esa lógica, el 1º de septiembre de 1982, se decretó la nacionalización de la banca³⁴ y el control de cambios en búsqueda de hacer frente a la situación económica y de que el Estado pudiera recuperar la capacidad de regulación de los circuitos dinerarios internos, su articulación con los externos, así como el control en el uso y la distribución del excedente dentro de la lógica tradicional³⁵.

La nacionalización bancaria y el establecimiento del control generalizado de cambios abrieron la posibilidad de construir un sistema financiero funcional que generara crecimiento económico con desarrollo, pese al problema político de la deuda externa (Levy, 2001)

Por su parte, el Banco de México (despojando de las siglas S.A.) será el único autorizado para realizar la importación y exportación de divisas, manteniendo el peso mexicano como la única moneda de curso legal en el país.

Meses más tarde, con una nueva administración política, al frente del presidente De la Madrid, se da comienzo a otra configuración económica, bajo el signo de una política de privatización, apertura de la economía hacia el mercado mundial, y una nueva política monetaria basada en la flexibilidad de la tasa de cambio y altas tasas de interés.

Para ello se establecieron dos premisas principales para la gestión de corto plazo, como lo describen Ejea y Garrido (1991:72):

“...la primera, que el pago de la deuda externa era una variable inamovible, con la tesis de que el país debía volver a ser sujeto de crédito externo y campo confiable de la inversión extranjera directa; la segunda premisa era que para abatir las presiones inflacionarias se mantendría una severa contracción monetaria y crediticia, por lo cual se definieron condiciones que orillaron al gobierno a financiar su gasto a través de la colocación de títulos de la deuda pública, impulsando con ello la expansión del mercado de valores”.

Con la finalidad de cumplir lo acometido, se elevaron las tasas de interés, lo cual

³⁴ En agosto de 1983 se inició el pago de la indemnización a los banqueros expropietarios de 32 instituciones de crédito. Este pago se empezó a dar realmente el 24 de octubre del mismo año, mediante bonos gubernamentales de indemnización bancaria colocados en la Bolsa Mexicana de Valores. Estos títulos se emitieron a 10 años con un periodo de gracia de 3, y devengaron tasa de interés variable.

³⁵ vía la esfera productiva

logró capturar liquidez sin poder convertirla en financiamiento a la inversión productiva dado a que se desviaron los fondos a inversiones de cartera, las cuales redituaban altos beneficios en el corto plazo.

Lo anterior se tradujo en una caída de la demanda efectiva, ventas menores, producción en descenso y caída en la demanda de medios de producción, abatiéndose los niveles de ingreso y empleo, pese el incremento del ahorro nacional bajo la forma financiera.

Para cubrir la primera de las premisas México debió disponer de divisas para hacer frente el pago de la deuda y, además, para satisfacer la demanda de dólares que requería la fuga de capitales durante esos años; por lo tanto México, en el período comprendido de 1981 a 1982, se convirtió en un exportador neto de capitales.

Este cambio de signo en los flujos financieros con el exterior a partir de 1982 trajo consigo como contrapartida la elevación de la deuda pública interna, con la cual se cubriría el déficit del sector público. Así, mientras que entre 1977 y 1981 el sector público había recibido el 59% del total del financiamiento otorgado por el sistema bancario consolidado, en diciembre de 1986 representaba el 74.2% del saldo total (Ejea y Garrido 1991:75)

Como parte del cambio en la política monetaria, se redujo la emisión primaria de dinero como forma de financiar el déficit público, incrementaron su importancia otros instrumentos financieros del gobierno, en especial los Cetes³⁶ cuya relevancia en la colación de la deuda interna del Gobierno Federal a través de valores pasa de 0.8% en 1978 a 10% en 1981 y de 18% en 1983 a 86% en 1986(Ejea y Garrido 1991)

Esta forma de financiar el déficit financiero del gobierno resultó onerosa, la participación del pago de intereses en el gasto total del sector público consolidado pasó aproximadamente del 8% en 1981 al 30% en 1986.

El aumento de las tasas de interés, y el consecuente aumento del costo del financiamiento llevó al sector privado a buscar fuentes financieras menos onerosas. Una de ellas fue el desarrollo del mercado financiero paralelo, el cual corresponde a los flujos de fondos entre las empresas o particulares, fuera de los marcos de la intermediación financiera institucional, realizados entre los que disponen de liquidez de corto plazo y aquellos que demandan financiamiento. Se calcula que de este modo, en 1985 se mejoraron

³⁶ Cetes, Certificados del Tesoro

en ese mercado cerca de 900 mil millones de pesos, y para 1986 quizá llegó a los 2 billones de pesos (Ejea y Garrido 1991: 78)

Otra de las vías de financiamiento tomadas, fue la de convertir la deuda externa privada en capital de las empresas como resultado de programas como Ficorca³⁷.

Una última vía a la que recurrieron las empresas para financiarse, fue a través del mercado bursátil. Para lo cual se llevaron a cabo una serie de reformas legales en el ámbito financiero con la finalidad de cubrir los intereses de las fracciones de capital privado que dominaban los circuitos financieros bursátiles.

La opción de las empresas de recurrir al mercado bursátil provocó cambios sustanciales en el mismo. 1984 se convirtió en el año de grandes modificaciones; el 9 de marzo de 1984 la SHCP informó que las empresas que la banca poseía en el momento de su nacionalización serían vendidas a los antiguos accionistas de los bancos; con lo cual, se buscó dejar al mercado de capitales y a los grupos financieros exclusivos de ser operados y formados por las empresas privadas.

Posteriormente, en diciembre de 1984 se puso en marcha un paquete de nuevas leyes, reformas y adiciones a la estructura y el marco jurídico general del sistema financiero. Dentro del cual destacaron, la reducción del encaje legal como fuente de financiamiento al gobierno de 50 a 10%, la desvinculación de las reservas respecto a la emisión primaria, el impedimento a las sociedades nacionales de crédito para operar directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa, para dejar al mercado de valores como exclusivo de éstas últimas, y el impulso a las sociedades de inversión.

De esta forma, durante los años comprendidos de 1982 a 1986, se da un auge en el mercado de valores³⁸, el importe operado total entre 1978 y 1982 alcanzó el 18.1% del PIB mientras que entre 1982 y 1986 llegó a 70%.

Particularmente, 1983, el mercado de dinero tuvo un comportamiento dividido, el mercado de Cetes creció en 95%, en tanto que el de papel comercial mostró un crecimiento de 6.6%, muy inferior a la inflación; se colocó en el mes de abril una nueva emisión de

³⁷ El Fideicomiso para cobertura de riesgo cambiario (FICORCA) fue establecido por el gobierno para permitir la reestructuración de la deuda en dólares contraída por las empresas.

³⁸ Dicho auge tuvo respaldo en las modificaciones dictadas en el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC) puesto en marcha en 1986.

Petrobonos; y para el mes de junio se iniciaron operaciones de Futuros (Villegas y Ortega, 1991)

Sin embargo el auge en el mercado de valores y el incremento de su peso relativo respecto al sistema bancario no se tradujo en un mayor financiamiento a la inversión productiva, por el contrario, el financiamiento ofrecido por instrumento respecto al importe operado total fue de 2.5% en 1985 y de 0.5% en 1986 (Ejea y Garrido 1991:86)

Dentro de la expansión del mercado de valores, fue el mercado de capitales el que experimentó un formidable ciclo de auge entre 1983 y 1987. Pues uno de los objetivos de la estrategia económica fue el fomento al mercado de capitales para que sirviera como mecanismo de financiamiento a la producción.

A inicios de la década de los ochenta los precios de las acciones se encontraban sumamente bajos, producto del largo ajuste en la bolsa desarrollado a partir de 1979; sin embargo, luego con una alta liquidez en la economía mexicana debido a la recesión de 1982 y su profundización en 1983, y a las políticas de gestión de la crisis, los inversionistas se vieron incentivados para adquirir acciones, lo cual incrementó la rentabilidad de los mercados.

En 1983, el rendimiento de las acciones superó en rentabilidad al resto de los principales instrumentos financieros nacionales e internacionales. El auge se mantuvo hasta febrero de 1984, la rentabilidad real del índice accionario fue de 3.5% en dicho año, y de 69.3% en 1985³⁹, ambos niveles superiores a los ofrecidos por los otros instrumentos financieros nacionales.

En cuanto a la tendencia, se estableció una fuerte evolución al alza la cual culminó el 23 de enero de 1986, sin embargo a partir de mayo de 1986 el índice inicia un repunte que se mantendría durante los siguientes 17 meses posteriores⁴⁰. Desde abril de 1986 hasta octubre de 1987 no hubo ajuste a la baja del índice accionario.

El auge que se sostuvo hasta 1987 se sustentó básicamente, como lo indican Ejea y Garrido (1991:92), en:

“Dos cuestiones de carácter objetivo hacían factible un auge en 1987, sumándose a las circunstancias positivas que generaban las ganancias acumuladas del índice durante

³⁹ Cifras tomadas de Ejea y Garrido 1991:89

⁴⁰ En éste año, 1986, se colocaron por vez primera los Pagares, Pagarés de la Tesorería de la Federación, instrumentos denominados en dólares controlados.

cuatro años: los Criterios Generales de Política Económica par 1987, y un ambiente de masas favorable y optimista respecto al futuro del mercado accionario...

Conjuntamente... había disminuido el atractivo de los rendimientos que se obtenían en el sistema financiero y el mercado de divisas..."

El acelerado incremento del índice de precios y cotizaciones de la BMV parecía no tener fin, en julio de 1987 el ascenso del índice rompió todos los registros llegando a 40.4%. Sin embargo, en septiembre se volvió a presentarse un aumento muy bajo, de 19.5%, el tercero más bajo durante 1987 después de los de mayo y junio.

Finalmente, resta decir que pese a las diversas modificaciones llevadas a cabo en el período comprendido de 1982 a 1986, no hubo un cambio sustancial en las fuentes de financiamiento a la inversión como lo señala Levy (2001:211):

"El orden de magnitudes, el excedente neto de operación volvió a ocupar el primer lugar, seguido por los flujos de los créditos bancarios, el consumo de capital fijo, los valores bursátiles y el financiamiento externo"

Presentándose un mayor crecimiento de los créditos bursátiles y las fuentes de financiamiento interno.

3.3.2. El crac bursátil de 1987 y la posterior recuperación del sistema financiero mexicano

En el ámbito internacional se presentó la gran caída de las bolsas del mundo, particularmente, Nueva York cayó 25.3% en el último trimestre de 1987, lo cual repercutió en todos los mercados del mundo ante el temor de una recesión (Villegas y Ortega 1991)

En México, para fines de 1987, la situación era complicada ya que el PIB per capita cayó 1.7%, el déficit público creció 165.6%, el circulante creció 129.7% más que el año anterior, la inflación había iniciado el año con una tasa anualizada del 104.3% y para octubre ya era de 141%, y el peso se había devaluado de diciembre de 1986 a octubre de 1987, en 78.9%.

A partir de ese momento, diversos factores se hicieron sentir y dejaron entrever un posible desplome, particularmente del mercado accionario, debido al comportamiento alcista que había venido registrando. Algunos de esos factores fueron: una reducción del ritmo de crecimiento de las ganancias en el mercado financiero y un incremento en el costo de las operaciones; un nivel inflacionario que superaba a la de 1986 para el mismo mes; un

tipo de cambio subvaluado a niveles del año anterior; los múltiplos de precios a utilidades se sobrevaloraron 5.3 veces, lo cual representaba 1.96 veces el nivel del mercado mundial; y un cambio drástico en la tendencia del mercado accionario mundial.

El carácter sensible y explosivo que embargaba al mercado accionario se manifestó durante el mes de septiembre y principios de octubre de 1987. El domingo 4 de octubre se dio a conocer el nombre del precandidato del PRI a la Presidencia de la República, lo cual repercutió de un modo espectacular en la jornada bursátil del lunes siguiente.

El índice accionario llegó a su punto más alto el 6 de octubre de 1987, con 373,216 puntos medidos al cierre del día. A partir de entonces el índice se deslizó lentamente hasta el viernes 16 de octubre, cuando se inicia el derrumbe de los mercados accionarios internacionales. Luego de ésta situación, el lunes 19 de octubre la caída fue vertical y el martes continuó el descenso, al final de la semana el índice cayó 19.3% respecto al cierre del viernes anterior.

Un mes más tarde, durante la segunda quincena de noviembre el mercado accionario volvió a experimentar una caída vertical, lo cual ejerció una mayor presión para la venta de acciones al precio de mercado y la liquidez obtenida por estas ventas se canalizó a la especulación de comprar dólares con pesos. A partir de ese momento, la caída del índice continuó de modo rápido. En el mes de noviembre la bolsa cayó 43.2%.

La razón de esta disminución relativa de la importancia del mercado accionario dentro de las operaciones del mercado de valores fue que la colocación primaria de acciones se hizo poco atractiva cuando los precios de éstas se ubicaban por debajo de su valor contable.

Por tanto, el mercado de valores sirvió una vez más para llevar a cabo un proyecto de concentración y centralización de capital con base en la especulación financiera⁴¹; el crac de 1987 detuvo la tendencia del mercado accionario a convertirse en un mecanismo de financiamiento alternativo al bancario.

Sin embargo, cabe destacar la evolución que se presentó en la estructura de operaciones dentro del mercado de capitales debido a la aparición de nuevos instrumentos

⁴¹ Cabe señalar que a la par del mercado de valores como mecanismo de financiamiento, específicamente del mercado de capitales, existía otro circuito de financiamiento claramente orientado a la reestructuración productiva y exportadora de manufacturas, que fue procesado vía banca de desarrollo.

como los títulos de las sociedades de inversión de renta fija o de renta variable⁴². De hecho el crecimiento sostenido de las sociedades de inversión fue lo que más tarde permitiría que el índice de precios y cotizaciones del mercado de valores aumentara en 100 % durante los primeros siete meses de 1990.

Todo parecía indicar que el país entraría en un ciclo hiperinflacionario acompañado de grandes desequilibrios macroeconómicos y sociales, empero el gobierno emprendió una serie de pactos económicos⁴³ con los que se logró pasar rápidamente de una situación de alta incertidumbre a otra de relativa estabilidad macroeconómica.

Con los distintos acuerdos llevados a cabo por el gobierno, se logró acelerar la reforma estructura, dar inicio a una nueva reforma del sistema financiero que desembocaría en un retorno a la banca mixta, y presenciar un nuevo auge en el mercado bursátil.

En lo que hace a las nuevas reglas de la acumulación, para 1987 ya se habían establecido varias bases que serían motores de arranque para el nuevo modelo. Por un lado, se había avanzado en la formación de un nuevo sistema de precios macroeconómicos a partir de un sistema de formación de precios administrados; por el otro, el modelo de desarrollo configurado en 1983 con la administración De la Madrid, había tomado grandes decisiones en materia de apertura externa, privatización y desregulación, las cuales fueron profundizadas por la administración entrante de Salinas de Gortari.

Así, el objetivo estratégico de la administración Salinas de Gortari fue relanzar una dinámica en la inversión privada que estimulara el incremento en la productividad y la competitividad. El 16 de mayo de 1989 se publicó en el Diario Oficial el Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, con la cual además de estimular a la inversión mexicana se rompía con la tradición de limitar a la inversión extranjera y, por el contrario, se hacía una invitación para que acudieran a México los capitales internacionales (Villegas y Ortega, 1991)

Para lograr lo acometido la administración entrante (Salinas de Gortari) dispuso una serie de reformas económicas; específicamente, en el ámbito financiero las reformas giraron en torno a la internacionalización de los mercados, la globalización de los servicios

⁴² En 1987 ante el optimismo que reinaba antes del crac bursátil, aparecieron nuevos instrumentos en el mercado. En ese año se colocaron los Bonos, Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, se modernizó el mercado de los metales al aparecer los Ceplatás, Certificado Plata que se colocó el 27 de septiembre.

⁴³ El primero de dichos pactos fue el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), el cual luego pasaría a denominarse como Pacto de Solidaridad Económica (PASE)

financieros y la desregulación de las operaciones.

En las finanzas públicas, se llevó a cabo una renegociación de la deuda pública externa, para lograr un alivio en las transferencias de recursos al exterior por este concepto y para generar confianza en el país. Se menguó la deuda pública interna vía una estabilización de los precios macroeconómicos; reducción de las tasas de interés real; ampliación de los plazos; y la descolocación de deuda a causa de los swaps y de la venta de empresas públicas⁴⁴.

En lo que hace al funcionamiento de los bancos comerciales, a partir de 1988 se liberalizaron las aceptaciones bancarias; en abril de 1989 se eliminaron los toques de las tasas de interés de las instituciones bancarias, ya no tendrían que girar todas alrededor de la tasa del CPP (Costo Porcentual Promedio de Captación), los bancos podrían ofrecer tasas más competitivas basándose en su productividad, la tasa líder paso a ser la de los Cetes de 28 días, aunque nada más como un parámetro de comparación.

En este mismo mes, se cambió el régimen de encaje y se suprimieron los cajones de crédito preferencial, implantándose un régimen basado en la regulación de los coeficientes de liquidez del sistema a través de la adquisición de títulos gubernamentales; y se habilitaron a los bancos para desarrollar sus departamentos de banca de inversión⁴⁵.

Este conjunto de reformas al sistema bancario culminó en 1990 con la decisión gubernamental de restablecer el régimen de banca mixta.

Otra de las modificaciones al patrón financiero fue la autorización, a fines de 1989, de formar conglomerados financieros que aunque inicialmente se impidió la participación de un banco dentro del conglomerado, más tarde en 1990, luego de establecerse la banca mixta, se permitió la inclusión de un banco, aunque se mantuvo prohibida la posibilidad de incluir en los grupos empresas no financieras.

Un último aspecto de las modificaciones más importantes del paquete legal de diciembre de 1989 fue el de orientar al mercado de valores a su internacionalización.

Lo anterior permitió, que las casas de bolsa establecieran sucursales en el exterior;

⁴⁴ Uno de los cambios más drásticos de modernización en México respecto a la política seguida por gobiernos anteriores al de Miguel de la Madrid fue el de la privatización de empresas, política que se fortaleció con Salinas de Gortari.

⁴⁵ Con esta medida la actividad tradicional de la banca realizada a través de la emisión de activos financieros que se colocaban en poder del público y que se convertían en pasivos para los bancos quedó relegada a segundo término.

autorización a las empresas de emitir acciones neutras que pudieran ser adquiridas por extranjeros; posibilidad de que empresas mexicanas pudieran colocar títulos en el exterior; la transferencia de algunas facultades regulatorias de la Secretaría de Hacienda a la Comisión Nacional de Valores, y de algunas de ésta hacia la Bolsa Mexicana de Valores; y el surgimiento de un nuevo tipo de intermediario, el especialista bursátil, así como una reglamentación más precisa en materia de información privilegiada (Ejea y Garrido, 1991)

Cabe destacar, finalmente, que pese a las modificaciones de diciembre de 1989, hubo un aspecto relevante que no se logró cambiar: el esquema de operación de mercado concentrado; entre los años de 1988 a 1990 el 51% del total de los recursos intermediados en el mercado de valores eran controlados por Inverlat, Operadora de Bolsa, Probusa, Multivalores, y Acciones y Valores (Ejea y Garrido 1991:123). De hecho, la formación de grupos financieros legales y la reforma que estableció la banca privada, condujeron a que la concentración de la intermediación financiera global en un número relativamente reducido de intermediarios fuera una de las características más sobresaliente del sistema financiero mexicano al iniciarse la década de los noventa.

Lo propio ocurrió en las instituciones monetarias del sistema financiero, para 1989 las cuatro instituciones mexicanas más grandes concentraron el 76.8% de los activos totales del sistema (Bolsa Mexicana de Valores, 1992)

Sin embargo el sector financiero no descansó durante 1989, y además de completar una canasta muy amplia de instrumentos de inversión⁴⁶, en el mes de octubre sentó las bases para ampliar la participación de la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores.

3.4. El sistema financiero mexicano en la década de los noventa

El sistema financiero mexicano durante la década de los noventa, atravesó por una serie de cambios notables, los cuales se han inscrito en el marco de la transformación del sistema financiero internacional, cuya tendencia fundamental ha sido la liberalización de los mercados de capitales; a los cuales se les ha impuesto la tarea de ser el principal

⁴⁶ Aparecieron en 1989 nuevos instrumentos de captación de ahorro, aparecieron en el mercado de capitales los Bonos Bancarios de Desarrollo, los Bonos Bancarios para la Vivienda y los Bonos de Desarrollo Industrial. Además aparecieron dos instrumentos de cobertura extraordinaria, los Bonos de la Tesorería de la Federación, Tesobonos, instrumento denominado en dólares al tipo de cambio libre; y los Bonos Ajustables del Gobierno Federal, Ajustabonos, instrumento indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor.

mecanismo de fondeo de la inversión de los sectores públicos y privados.

En estos años se realizaron diversas reformas constitucionales, se emitieron nuevas leyes y disposiciones, transformándose radicalmente el sistema financiero, la propiedad y la estructura del capital.

El presente apartado busca dar cuenta de los diversos cambios que ha vivido el sistema financiero mexicano, particularmente el mercado de capitales, en cuanto a la parte institucional, luego de los procesos de liberalización y desregulación financiera que se continuaron en la década de los noventa.

Para lograr con lo acometido, el presente apartado se dividirá en dos subapartados. El primero buscará presentar un panorama general de la economía mexicana y el sistema financiero para la década de los noventa, centrándonos en los cambios institucionales que se suscitaron en dicho sistema, que condujeron a la hegemonía del mercado de capitales como mecanismo de fondeo.

En el segundo subapartado, se mostrará cómo quedó estructurado el mercado de valores, luego del proceso de transformaciones ocurrido en los noventa.

3.4.1. Situación de la economía mexicana y del sistema financiero en la década de los noventa

México inicia la década de los noventa con un suceso de suma importancia, el 4 de febrero se dio formalmente la reestructuración de la deuda externa -al firmarse en esa fecha los acuerdos correspondientes-, que tanto había afectado en el período de 1983-1988⁴⁷, dado el alto monto de transferencias al exterior.

Aunado a lo anterior, se dio un viraje en la política monetaria, se impuso una reforma monetaria sustentada en la paridad cambiaria nominal fija, donde la tasa de interés jugaría el rol principal para equilibrar al tipo de cambio.

La política monetaria sería restrictiva con la finalidad de mantener los objetivos inflacionarios y de reservas monetarias internacionales, necesarias para la estabilidad del peso mexicano.

Por otro lado, continuaron los procesos de desregulación comercial y privatización

⁴⁷Un problema de la renegociación de la deuda es que se realiza mediante la adquisición a descuento de la vieja deuda mexicana a través de Swaps, lo cual trajo consigo problemas inflacionarios.

de la economía⁴⁸ (Levy, 1994)

En lo que hace a los cambios en el sistema financiero, en el esquema de globalización mundial de la economía, se dio una tendencia a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero.

En 1991 se eliminó por completo el encaje legal; y se le restituyó a la banca comercial la función de banca de inversión, lo cual modificó el orden de prioridades de la banca comercial, pasando la intermediación bursátil a representar la actividad principal de ésta.

Ese mismo año, se reprivatizó la banca. El 2 de mayo, el Presidente Salinas de Gortari envió una iniciativa al Congreso de la Unión cuyo objetivo fue ampliar la participación de los sectores privado y social en el capital de los bancos. Este proceso culminó el 27 de junio. El 28 del mismo mes, envió un nuevo paquete de leyes financieras al Congreso, en el cual se incluían la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras y un Decreto por el que se modificaban y adicionaban diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.

El 18 de julio estas propuestas fueron publicadas en el Diario Oficial, cambiándose el régimen de Derecho Público por el de Derecho Privado en las leyes bancarias (Villega y Ortega, 1991), dando fin a la desregulación bancaria; lo cual, trajo consigo mayores créditos al sector privado.

En lo que hace al segmento del sistema financiero constituido por el mercado de valores, una de las modificaciones más importante fue la internacionalización de sus operaciones; se dio un desarrollo del comercio internacional de servicios financieros. Se colocaban documentos negociables en los mercados extranjeros, principalmente en estadounidenses, los cuales estaban amparados por valores mexicanos. Dicha colocación se hacía básicamente a través de un fideicomiso entre intermediarios nacionales y extranjeros.

Los principales instrumentos usados para el comercio internacional de servicios financieros fueron, por orden de importancia (Bolsa Mexicana, 1992):

- Recibos Americanos de Depósitos (ADRs), documentos negociables, amparados por acciones o valores de empresas mexicanas, que son emitidos y negociados por bancos

⁴⁸ El proceso de apertura comercial culminó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte firmado en 1993.

extranjeros, por lo general, norteamericanos.

- Las acciones de Libre Suscripción serie B.
- Las inversiones Neutras o Certificados de Participación Ordinarias (CPOs), implican la creación de Fideicomisos amparados en acciones representativas del capital social o tipo A de las empresas que cotizan en la BMV.
- Fondos-país, conforman una cartera de diversas acciones representativas de empresas inscritas en la BMV.

De esta forma, en el mercado financiero se presentaron una serie de fenómenos, y otros más se acentuaron, como la titulación del crédito y la amplia difusión de nuevos instrumentos financieros, la creciente incorporación de nuevas emisiones accionarias procedentes de los procesos de privatización y de financiamiento de las empresas privadas de mayor tamaño relativo. La emisión de bonos de deuda de empresas públicas⁴⁹ y privadas, la colocación de acciones, ADRs y GDRs, la inversión directa por medio de filiales y la compra de valores en los mercados locales de dinero y capitales por no residentes.

Así mismo, se dieron cambios normativos que permitieron el acelerado crecimiento de los activos manejados por los fondos de inversión (Correa, 1998:120)

Cabe mencionar, dentro de las diversas modificaciones que se dieron lugar en el sistema financiero, la autonomía que se le concedió al Banco Central en 1994, con la finalidad de que esta institución cumpliera con un objetivo, el de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

En tal contexto, en México de 1991 a 1994, se da un nuevo auge de los mercados financieros; lo cual estuvo ligado básicamente a la colocación de títulos de los sectores público y privado, tanto del mercado de dinero como de capitales, con preponderancia del primero.

Un hecho de peso en el nuevo auge fue la eliminación de la restricción externa que había estado presente en el decenio de 1980; resultado de la crisis de la deuda (1982), la cual había roto los vínculos con los mercados de capital privados internacionales.

La nueva entrada de flujos financieros internacionales tuvo como principal impulso, la

⁴⁹ La colocación de capitales en el mercado de dinero mexicano fue atraída de manera particular cuando en 1993 la SEC otorgó el *ready market status* a los instrumentos de deuda del gobierno mexicano denominados en pesos (Cetes, Ajustabonos y Bondes) (Correa, 1998:128)

situación económica y financiera por la cual atravesaba los Estados Unidos iniciados los años noventa; así, el auge de los flujos estuvo ligado a la liberalización financiera en los Estados Unidos, a una situación recesiva interna, a la escasa demanda por fondos y a tasas de interés notablemente bajas; con lo que se vio alentada la desviación de recursos hacia otros mercados.

Aunado a lo anterior, Estados Unidos hizo importantes modificaciones en su regulación financiera, modificó sus regulaciones financieras y las restricciones para la operación de extranjeros en su territorio.

La SEC⁵⁰ aprobó la Regulación S y la regla 144A (1990). Con la primera de estas modificaciones se hizo posible que emisores extranjeros pudieran colocar acciones entre inversionistas estadounidenses sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. Con la segunda modificación, se creó una excepción sobre el registro de recompra en Estados Unidos para ciertas acciones de los inversionistas institucionales calificados (QIB's) (Correa, 1998:125)

La gran oferta de fondos que México enfrentó a comienzos de los noventa entró expeditamente al mercado interno, con sólo algunas escasas limitaciones que restringieron el endeudamiento de la banca, con lo cual se apreció rápidamente el tipo de cambio real⁵¹.

La apreciación del tipo de cambio tuvo efectos positivos sobre la inflación y la situación fiscal del gobierno. Particularmente, el balance fiscal se vio favorecido al disminuir el valor real del pago de intereses de la deuda externa; al aumentar la recaudación de impuesto con el aumento de la actividad económica y los salarios; al incrementar el valor real de la recaudación fiscal y al permitirse un ambiente apto para implementar reformas en la administración y recaudación de impuestos (Frenkel, 1998:15)

Los recursos provenientes del exterior fueron utilizados para financiar un nivel de gastos del país excesivamente por sobre lo que se producía, el cual fue intermediado por un boom crediticio interno. La tasa de crecimiento de la Balanza de Pagos para el periodo de 1988-1994 fue de 78%; dentro de la balanza de pagos el Endeudamiento privado creció a una tasa de 145%, para el mismo periodo; mientras que el Endeudamiento público y la Inversión Extranjera Directa lo hicieron en 1% y 47%, respectivamente (Cifras tomadas de

⁵⁰ Securities and Exchange Commission por sus siglas en inglés SEC

⁵¹ La apreciación del tipo de cambio real se vio favorecida, además, dado a que la inflación en México era mayor que la de sus socios comerciales, especialmente en los inicios de los años noventa.

Levy, 1994 AE6)

Sin embargo, los tiempos favorables para el sistema financiero mexicano comenzaron a tomarse difíciles a partir de mediados de 1993, debido a problemas de orden económico y financiero, tanto en el ámbito externo como interno.

Externamente, Estados Unidos comenzó a elevar las tasas de interés, las cuales no habían presentado movimientos al alza desde 1989, lo cual provocó un brusco corte del financiamiento por parte de los acreedores.

La primera elevación de las tasas de interés se dio el 4 de febrero de 1994, pasando de 3% a 3.25%, luego presentó 6 sucesivas alzas durante este mismo año, y finalmente una vez más en febrero de 1995 (Correa, 1998:129)

Internamente, se presentaron varias complicaciones. Primero el creciente uso de fondos externos, el cual aunque se presentó con una mayor diversificación, estuvo aunado a una mayor volatilidad, en la medida que la diversificación se realizó desde créditos bancarios de mediano plazo hacia inversiones en acciones, bonos y depósitos liquidables a plazos cortos; y una proporción muy elevada de ellos reversible a corto plazo y de carácter especulativo (Ffrench-Davis, 1999:184)

Segundo, el significativo atraso cambiario. Las exportaciones crecieron, pero las importaciones lo hicieron mucho más rápido y, la inversión se recuperó pero, en menor medida, que el ingreso de capitales. Aunque la apreciación del tipo de cambio fue universal, en México, la apreciación tuvo ritmos acelerados; de hecho, desde los programas de estabilización de 1987 el peso presentó una importante apreciación, fenómeno que persistió de manera apacible hasta 1990, para más tarde, en 1991, acelerarse nuevamente.

Tal situación fue producto de las políticas macroeconómicas implementadas en México, en donde la indexación del tipo de cambio nominal, la desregulación de la cuenta de capitales y la adopción de una aptitud pasiva frente a los ingresos de capital internacional, fueron políticas de estabilización claves (Frenkel 1998:16)

Tercero, se presentó un deterioro de la cartera del sistema financiero asociada al boom crediticio interno, aumentó la relación carteras vencidas a recursos bancarios totales (Levy, 1994:234)

Cuarto, se dio una elevada emisión de papeles del gobierno denominados en dólares (Tesobonos), con el fin de mantener los flujos de capital al país, con plazos muy cortos, y

comprados principalmente por inversionistas extranjeros.

Y finalmente, México enfrentó una serie de shocks no económicos durante 1994 como lo fueron el levantamiento en Chiapas, el asesinato del principal candidato presidencial y el proceso electoral.

Dada las circunstancias antes mencionadas, México tuvo que hacer diversos ajustes en su economía; de hecho al ser evaluada la situación por la cual atravesaba la economía mexicana, las autoridades determinaron dos objetivos primarios, una corrección del tipo de cambio y una reducción del déficit externo.

El 20 de diciembre se efectuó una devaluación del 15%, luego el mercado previniendo devaluaciones adicionales llevó a cabo un ataque masivo contra el peso. Finalmente las autoridades liberaron el tipo de cambio, que tuvo una depreciación total de 125% entre fines de 1994 y de 1995, desatándose con ello una crisis financiera, la última del siglo XX.

Por lo tanto, la crisis se sembró entre 1992 y 1994 con un ingreso masivo de capitales externos, mayoritariamente de corto plazo. La demanda agregada se elevó rápidamente por sobre la oferta potencial del PIB con una brecha insostenible, y se tornó crecientemente intensiva en transables, alentada por la apreciación cambiaria. Se produjo así, en esos años, un gran desajuste, estimulado por la entrada de capitales que desequilibró fundamentalmente al sector privado.

En el periodo de 1995-2000 el sistema financiero fue caracterizado por un esfuerzo de perfeccionamiento y consolidación de las instituciones que habían reflejado vulnerabilidad a las tendencias de los mercados financieros mundiales así como a la política macroeconómica ejercida al final de 1994.

De 1995-2000 se hicieron modificaciones importantes, dentro de las cuales destacan la modificación de los requerimientos mínimos de listado y mantenimiento; el inicio de operaciones del mercado de derivados; el apoyo a la operación de nuevos tipos de instrumentos, básicamente, aquellos surgidos con la operación del mercado de derivados, así como de las operaciones de corretaje de valores de deuda gubernamental emitidas en el exterior e instrumentos de reestructuración de deuda.

La aprobación de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, así como modificaciones a las leyes del Mercado de Valores, de Instituciones de Crédito y de Actividades y Organizaciones Auxiliares de Crédito

Las principales reformas del sistema financiero de 1990 a 2000 pueden observarse en el cuadro 6.

Cuadro 6

Principales Reformas del Sistema Financiero (1990 - 2000)		
Año	Reforma	Descripción
1990	Participación de la banca comercial en el mercado de valores gubernamentales	Los bancos comerciales podrán realizar operaciones por cuenta propia
	Reformainstitucional al régimen de banca comercial	Se establece el servicio mixto de banca y crédito
	Reforma institucional al sistema financiero	Se autoriza la creación de grupos financieros
	Liberalización del mercado de valores gubernamentales	Los extranjeros pueden adquirir CETES
1991	Operatividad de la banca comercial	Se establece la observancia de las reglas de capitalización internacionales para la banca comercial mexicana
	Captación bancaria en dólares	Reapertura de las cuentas de cheques
	Instrumentos de cobertura en el tipo de cambio	Se crea un mercado de coberturas cambiarias referido al tipo de cambio libre
	Eliminación total de las restricciones al financiamiento de los bancos comerciales	Se elimina la observancia obligatoria del coeficiente de liquidez para la captación marginal
	Reforma institucional	Comienza el proceso de reprivatización de los bancos comerciales
1992	Liberalización de recursos para otorgar financiamiento de la banca comercial	Comienza la amortización anticipada de los Bondes a 10 años de los bancos comerciales
	Establecimiento del Sistema Ahorro para el Retiro	Crear las condiciones para la formación de ahorro de largo plazo, capaz de ser una fuente de financiamiento a plazos mayores
	Incorporación de nuevos intermediarios financieros	Se expiden las reglas para el funcionamiento de las Sociedades de Ahorro y Préstamo
1992	Reformas a la Ley de Sociedades de Inversión	Se flexibiliza el régimen de inversión de las sociedades de inversión
	Autorización para el funcionamiento de productos derivados	En la BMV se comienza a operar los warrats
	Culmina el proceso de reprivatización de la banca comercial	18 instituciones se vendieron a un precio promedio ponderado individual de 3.1 veces el capital contable

Principales Reformas del Sistema Financiero (1990-2000)		
Año	Reforma	Descripción
1993	Simultáneamente, se reforman diversas leyes que regulan el funcionamiento de intermediarios financieros	Tienen por objetivo ampliar la eficiencia de los intermediarios ante la entrada del TLC
1995-1996	Profundización de las Reformas financieras	Mayor liberalización de la intermediación financiera para extranjeros
	Apoyo financiero a las instituciones financieras	<ul style="list-style-type: none"> • Programa del rescate bancario y financiero • Creación de figuras financieras para administrar la cartera adquirida (VVA) • Cambio de política monetaria y cambiaria
1997	Ahorro interno	AFORES
	Requerimientos vía capitalización de la banca	Nuevas reglas de capitalización y admisión de pasivos para la banca
	Reformas al funcionamiento de productos derivados	MEXDER

3.4.2. Estructura del mercado de valores

En el presente subapartado nos enfocaremos en el Mercado de Valores, pues nos interesa dar a conocer cómo quedó conformado luego de las diversas políticas de liberalización y desregulación financiera que buscaron poner fin a las formas alternativas de fondeo existentes en México, para dar paso al mercado de capitales como el único mecanismo de fondeo de la inversión.

La estructura del Sistema Financiero en México abarca al conjunto de instituciones, instrumentos y operaciones, mediante los que se lleva a cabo la intermediación financiera. Se conforma por las actividades de ahorro-inversión, captación de recursos y financiamiento, influenciadas por las actividades económica, monetaria, fiscal y financiera del país.

El sistema financiero (SF) está conformado por participantes directos, el público inversionista y los emisores; por participantes complementarios, las autoridades financieras; y por algunos organismos que funcionan como entidades de apoyo, ver cuadro 7.

Cuadro 7. Estructura del Sistema Financiero en México al año 2000

Participantes	Intermediarios	Autoridades	Entidades de Apoyo
SISTEMA BANCARIO		SHCP ¹ BANXICO ² CNBV ³ CNSF ⁴ CONSAR ⁵	
AHORRADORES	Instituciones de Banca de Desarrollo		CECOBAN ⁶
DEMANDANTES DE CRÉDITO	Instituciones de Banca Múltiple Organizaciones Auxiliares de Crédito Sociedades Financieras de Objeto Limitado (SOFOL)		IPAB ⁷ Soc. de Información Crediticia AMB ⁸ AMEFAC ⁹ , AMAF ¹⁰
MERCADO DE VALORES			
Público Inversionista	Casas de Bolsa	Registro nacional de Valores e Intermediarios (RNVI)	Bolsa Mexicana de Valores
Sociedades de Inversión Emisores	Especialistas Bursátiles		Institución para el Depósito de Valores FAMEVAL ¹¹ E. Calificadoras de Valores Soc. Valuadoras de Soc. de Inversión NAFIN ¹² AMIB ¹³ IMMEC ¹⁴ , AMDB ¹⁵

1: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 2: Banco de México, 3: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 4: Comisión Nacional de Seguros y Finanzas, 5: Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, 6: Centro de Cómputo Bancario, 7: Instituto de Protección al Ahorro Bancario, 8: Asociación Mexicana de Bancos, A. C., 9: Asociación Mexicana de Empresas de Factoraje, A. C., 10: Asociación Mexicana de Arrendadoras Financieras, A. C., 11: Fondo de Apoyo al Mercado de Valores, 12: Nacional Financiera, S. N. C., 13: Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, A. C., 14: Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, 15: Academia Mexicana de Derecho Bursátil.

El SF se divide en dos subsistemas o submercados, el Sistema Bancario y el Mercado de Valores.

El sistema financiero mexicano descansa de manera importante en el Sistema Bancario, los bancos actúan como intermediarios y las operaciones de crédito se realizan en forma de financiamiento directo de o hacia el intermediario.

El Mercado de Valores (MV) puede definirse como el conjunto de mecanismos que pone en contacto a oferentes y demandantes de valores. Está formado por un mercado primario, o de primera colocación, y un mercado secundario, el cual le otorga liquidez al inversionista y con esto incrementan el atractivo de los títulos.

En cuanto al tipo de instrumentos de operación el Mercado de Valores se divide en títulos de renta variable, o sea el mercado accionario, y títulos de renta fija, que se subdividen en mercado de dinero y mercado de capitales (ver cuadro 8)

Cuadro 8. Instrumentos del Mercado de Valores

MERCADO DE CAPITALES	MERCADO DE DINERO
Renta Variable	Certificados Tesorería Federación
Acciones industriales, comerciales y de servicios	Bonos de Desarrollo Industrial
Acciones Seguros y Fianzas	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal
Acciones Casas de Bolsa	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal días
Certificados de Aportación	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal días
Acciones Bancarias	Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en UDIS
Subtotal renta variable	Bonos de la Tesorería de la Federación
Sociedades de inversión	Bonos Ajustables de la Tesorería
Warrants	Bonos de Prenda
Bonos Bancarios Indexados	Bonos del Gobierno Federal colocados en el exterior
Renta Fija	Pagaré de Indemnización Carretera
	Aceptaciones Bancarias
	Pagaré con Rend. Liq. Al vencimiento
Obligaciones industriales	Pagaré de la Tesorería Federal
Obligaciones Industriales Rent. Capitalizable	Bonos Bancarios Desarrollo Industrial
Obligaciones subordinadas	Bonos Bancarios de Desarrollo
Bonos de Indemnización Bancaria	Bonos Bancarios para la Vivienda
Bonos Renovación Urbana	Pagaré PEMEX
Bonos de Desarrollo	Pagaré Mediano Plazo
Bonos Bancarios de Desarrollo	Papel Comercial
Bonos Bancarios para Vivienda	Papel Comercial Ordinario
Petrobonos	Papel Comercial Quirografario
Certificados Participación Inmobiliaria	Papel Comercial Avalado
Certificados Participación Inmobiliaria Rend. Capitalizable	Papel Comercial Indizado
Certificados Participación Inm. Ordinarios	Certificados de Depósito
Cert. De participación Ordinarios	Cert. Part. Ordinarios Amortizables
Pagaré a Mediano Plazo	Cert. Part. Ordinarios de Descuento
Pagaré a Mediano Plazo Aval Bancario	Certificados de Participación Inmobiliaria
Pagaré a Mediano Plazo Garantías Fiduciaria	
Pagaré Financiero	
Pagaré Corto Plazo	
Cert. Ordinarios amortizables	

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Dentro del mercado de valores también se encuentran presente otros mercados denominados especializados, siendo uno de ellos el mercado de metales preciosos.

El mercado de metales preciosos se clasifica en dos partes, el mercado de metales preciosos amonedados y el mercado de metales preciosos laminados.

Otro mercado especializado es el mercado de divisas⁵², el cual se encuentra regulado básicamente por la Circular 2019/95 del Banco de México, con sus diferentes adecuaciones y modificaciones; donde se establece la forma en que se han de operar los diferentes productos que forman parte del mercado de cambios mexicanos.

Finalmente existe el mercado especializado de productos derivados. La sección de la Bolsa Mexicana de Derivados se constituyó como un órgano autónomo cuya autorización para su constitución proviene de la SHCP, oyendo la opinión de la CNBV. Los contratos que se negocian en el mercado de derivados son:

- Futuros sobre el IPC
- Futuros sobre el dólar
- Futuros sobre Tasas de Cetes a 91 días y/o sobre Tasa TII a 28 o 91 días
- Opciones sobre Futuros del IPC
- Primer Grupo de Opciones sobre acciones individuales
- Segundo Grupo de Opciones sobre acciones individuales
- Opciones sobre Futuros del Dólar
- Opciones sobre Futuros de Tasas de Interés

⁵² Formalmente existen dos mercados: el mercado de menudeo (Ventanilla) y el mercado de mayoreo (Interbancario)

Conclusiones

En el presente capítulo nos hemos dado a la tarea de mostrar los diversos cambios institucionales que se suscitaron en el sistema financiero mexicano desde es establecimiento del SBW hasta la década de los noventa, mostrando los efectos que dichos cambios tuvieron sobre las fuentes de financiamiento de la inversión en México.

Se vio que las principales instituciones que conforman al sistema financiero, como el sistema bancario, el mercado de valores y el Banco Central, datan desde mediados del siglo XIX, siglo en el que se fueron constituyendo formalmente. Sin embargo, se dijo que los diversos segmentos del sistema financiero han cumplido con distintas funciones desde que se institucionalizaron.

De tal forma que, en los años comprendidos entre 1940 y 1960, las instituciones de crédito privadas fueron los principales actores en el ámbito financiero, en la medida que fueron las encargadas de captar los ahorros y dar financiamiento a la inversión (empero, la principal fuente de recursos para las empresas, provenía de la reinversión de sus utilidades)

Para el mismo período, se evidenció el papel relevante que cumplieron las instituciones de crédito públicas, es decir, la banca de desarrollo. Al ser un mecanismo compensatorio implementado por el gobierno, para el fondeo de la inversión. Priorizando en financiar actividades industriales y agrícolas.

Finalmente, se reconoció que aunque con una incipiente participación en el total del financiamiento, el mercado de valores, para dicho período, ya se encontraba formalmente organizado y regulado.

Posteriormente, para la década de los setenta, se habló de los cambios que se suscitaron en el sistema financiero mexicano, ya que, luego del derrumbe del Sistema Bretton Woods, el sistema financiero llegó a ser el centro de una serie de medidas implementadas para insertar a la economía mexicana en el entorno internacional.

Las políticas regulatorias fueron cambiando a favor de la internacionalización del sistema bancario y de una mayor actividad en el mercado de valores. De hecho, para los años 1976 y comienzos de 1977, se desató una oleada de transformaciones, en la cual el mercado de capitales fue relegado a segundo plano, y se priorizó al impulso del mercado de valores vía instrumentos financieros emitidos por el gobierno federal – Petrobonos y Cetes.

Como resultado a las diversas políticas implementas, el mercado de valores presentó

un crecimiento en la década de los setenta, el cual concluyó con un desplome de la bolsa en 1979. La caída de la BMV se debió a que el crecimiento que había experimentado el mercado de valores, no tenía bases productivas y sólidas, ya que lo había logrado, por un lado, por situaciones en el entorno financiero internacional; la caída del SBW, la desmonetización del oro y la recesión por la que atravesaban las economías desarrolladas, básicamente la estadounidense y las europeas, que dirigieron sus capitales a economías de Latinoamérica, entre ellas México.

Y, por otro lado, el crecimiento fue producto de la especulación financiera ya que el mercado primario no creció a la par que lo hizo el mercado secundario; además, de haber predominado el mercado de renta fija gubernamental sobre el de capitales.

Las modificaciones llevadas a cabo en la década de los setenta, que tuvieron por finalidad buscar un mayor financiamiento directo a la inversión a través del mercado de valores, no lograron incrementar el fondeo a través de ésta vía.

Se mantuvieron las mismas formas de financiamiento que existieron en las tres décadas pasada, y el único elemento nuevo fue una preferencia creciente por el fondeo vía créditos del exterior, al cual recurrieron tanto empresas particulares como el propio gobierno, con predominio de éste último.

El trabajo continuó con un estudio de la década de los ochenta, en la cual nacerían cambios singulares en cuanto las políticas de regulación, internacionalización de los servicios financieros y sobre las privatizaciones de instituciones del sector público.

Luego del desplome de la BMV en 1979, tres años más tarde, en 1982, México presenta nuevamente una crisis, conocida como la crisis de la deuda; la cual tuvo como rasgos distintivos un elevado índice inflacionario, una dolarización, fuga de capitales, devaluaciones y una serie de prácticas especulativas.

Por ello, se vio la necesidad de hacer nuevos ajustes en el sistema financiero.

El primero de ellos fue la nacionalización de la banca privada, el 1 de septiembre de 1982, y el control generalizado de cambios, con la finalidad de hacer frente al problema político de la deuda externa.

En segundo término, se instauró una política de privatizaciones, de apertura inducida de la economía hacia el mercado mundial, y una nueva política monetaria basada en la flexibilidad de la tasa de cambio y altas tasas de interés. Con lo que, se dio supremacía

al sistema bancario como fuente de financiamiento.

Pese a la preponderancia del sistema bancario en el financiamiento de la inversión, en estos mismos tiempos, específicamente entre los años 1982-1987, el mercado de valores comienza a presentar nuevamente un gran crecimiento, aunque bajo nuevos matices.

Dentro del mismo mercado de valores, se suscitó un cambio en la forma en que se organizaban las instituciones dentro de éste. Pues, para los mismos años, de 1982-1987, fue el mercado de capitales el que presenta un auge, producto de las estrategias económicas que buscaron fomentarlo para que sirviera como mecanismo de fondeo a la producción.

El boom del mercado de capitales culminó con un crac bursátil en el mes de octubre de 1987, al suscitarse en el ámbito internacional, una gran caída de las bolsas del mundo, particularmente cayó la bolsa de Nueva York, y no se pudo evitar sus efectos en el mercado interno debido a la alta especulación que lo había caracterizado.

De tal forma que, el mercado de valores lejos de convertirse en un mecanismo de financiamiento alternativo al bancario, sirvió para llevar a cabo un proyecto de concentración y centralización del capital.

Finalmente, para la década de los noventa, se expusieron los diversos cambios que se hicieron presente en el sistema financiero mexicano, producto de la continuidad de las políticas de desregulación y liberalización financiera iniciadas en los ochenta.

Durante este período se expuso que, el objetivo central de la política económica fue dejar al mercado de capitales como único mecanismo de fondeo. Perdiendo así importancia relativa la banca de desarrollo en el fondeo de la inversión. Sin embargo se demostró que pese a los esfuerzos hechos por las autoridades no lograron hacer del mercado de valores un mecanismo funcional al financiamiento de la inversión, en la medida que el mercado de capitales no logró fortalecerse y robustecerse.

De hecho, en el último apartado se mostró cómo estaba constituido el sistema financiero, particularmente el mercado de capitales, al año 2000, reconociendo la profundización que había alcanzado pero no así su funcionalidad a la economía.

Así pues, podemos concluir que de la década de los cuarenta a los noventa, han sido varias las medidas tomadas en búsqueda de lograr un mayor fondeo de la inversión en México. Las principales fuentes a las que se les ha querido encomendar la tarea del fondeo han sido, una, a través del sistema bancario, apoyado por la banca de desarrollo, como

mecanismo compensatorio. Y otra ha sido a través del mercado de valores, específicamente para la década de los noventa, a través del mercado de capitales.

Sin embargo, no han logrado ninguna de ellas, quedarse como un mecanismo de fondeo de la inversión. Aunque para el mecanismo vía el mercado de capitales, aún le queda mucho camino por andar, dista de poder llegar a cumplir con tal función, en la medida que ha sido un espacio utilizado para la especulación financiera, sobre todo en aquellos momentos que la rentabilidad del capital vía el sector productivo o el sistema bancario no puede alcanzar la valorización que debiera en esos sectores.

De hecho, las políticas llevadas a cabo para poner al mercado de capitales como único mecanismo de fondeo, políticas como la privatización, la apertura comercial y la liberalización financiera; lejos de cumplir con su acometido, son las mismas que atentan en contra del mercado mismo.

CAPÍTULO IV

El Mercado de Capitales y la Inversión en México en un Contexto de Desregulación y Liberalización Financiera en la Década de los Noventa

En capítulos anteriores destacamos la importancia del mercado de capitales en el financiamiento de la inversión, a través de un análisis teórico; y a través de una exposición histórica del sistema financiero mexicano, que incluyó un repaso de lo acontecido desde el establecimiento del Sistema Bretton Woods hasta fines de la década de los noventa, tanto a escala internacional como nacional.

El presente capítulo tiene por finalidad determinar si el mercado de capitales cumple en la economía mexicana las funciones que se estipulan en la teoría, ser un mecanismo de fondeo que logre captar el ahorro generado por la inversión a fin de convertir las deudas de corto en largo plazo, y de esa forma poder cancelar el financiamiento de corto plazo al cual recurren los agentes productivos para iniciar procesos de inversión.

Específicamente, se mostrará el papel del mercado de capitales en el fondeo de la inversión productiva en la economía mexicana para la década de los noventa, destacando los efectos de las políticas de desregulación y liberalización financiera.

Se tendrá por hipótesis que el mercado de capitales en la economía mexicana no ha logrado cumplir con la tarea de fondeo a la inversión, debido a que es débil y delgado, en la medida de que son pocos los oferentes y demandantes que acuden al mismo, y dado a que existe una gama de instrumentos financieros poco diversificada; lo cual hace que el mercado esté altamente controlado por unos cuantos, presentándose una mayor especulación e incertidumbre. Situación que se torna perversa en un contexto de gran movilidad del capital, característica del entorno internacional del periodo de globalización financiera.

Además, se sostendrá que la situación que guarda el mercado de capitales es producto de las diversas políticas de desregulación y liberalización financiera que se han implantando en México; destacándose entre ellas, las encaminadas a la desaparición de los mecanismos compensatorios y las tendientes a estabilizar al tipo de cambio.

Para cumplir con el objetivo, el capítulo se dividirá en dos apartados; en el primero, se expondrán sucintamente las políticas de desregulación y liberalización financiera

implementadas en México en la década de los noventa, que afectaron a la organización de las instituciones del sistema financiero.

En el segundo apartado, se expondrá la experiencia empírica de la economía mexicana en la década de los noventa, en particular, la evolución que ha sufrido su sistema financiero, y la relación que ha estado presente entre el mercado de capitales y la inversión.

4.1. Principales políticas de desregulación y liberalización financiera implementadas en México en los noventa

En los años noventa, el sistema financiero sufrió cambios sustanciales en su organización, estimulados por políticas tendientes a la desregulación y liberalización financiera; de las cuales, las de mayor impacto fueron las políticas de ajuste fiscal, estabilización cambiaria y monetaria que se dieron en el contexto del combate a la inflación.

En cuanto a la política fiscal, se caracterizó por ser una política contraccionista; las autoridades monetarias y hacendarias consideraron que el déficit público provocaría un ahorro interno menor al necesario para llevar a cabo proyectos de inversión; así, una de las políticas implementadas fue la reducción del déficit público, vía una reducción del gasto público y vía procesos de privatizaciones de empresas y activos públicos.

Por su parte, la política cambiaria y monetaria tuvo como objetivo central, mantener el tipo de cambio estable con la finalidad de evitar procesos inflacionarios. Para ello, se recurrió al uso de las tasas de interés como un instrumento para mantener y atraer capitales a la economía.

Una de las principales consecuencias de las políticas antes mencionadas que cambiaron la organización de las instituciones financieras, fue la creciente vulnerabilidad de la economía ante la entrada de capitales. El incremento de la liquidez mundial, aunado a las nuevas formas de determinación del tipo de cambio y la tasa de interés, y a las políticas que las acompañaron; condujeron a una creciente inestabilidad financiera.

El desenvolvimiento del proceso de apertura financiera de la economía mexicana fue de la mano del endeudamiento externo. Los requerimientos de divisas para mantener la capacidad de pago del servicio de la deuda externa, pública, privada y bancaria, llevaron al

desarrollo de una dependencia de flujo de capitales externos e incluso a elevados requerimientos de financiamiento de mercado (Correa, 1998:143)

Las entradas de capital, empero, no generó un crecimiento sostenido y elevado de la actividad económica; tal como lo señaló Arturo Huerta (1998:157):

“ La dinámica económica impulsada por la entrada de capitales no ha superado los rezagos productivos ni impulsado el crecimiento de sectores estratégicos y prioritarios y la productividad para asegurar la holgura en el sector externo, sino, por el contrario, se caracteriza por altos coeficientes de importación, baja productividad y competitividad, grandes desequilibrios y rezagos productivos y constantes presiones sobre el sector externo, además del bajo ahorro interno, lo que nos hace depender más de la entrada de capitales”.

Otras consecuencias, producto de las políticas contraccionistas implementadas, fueron la eliminación de los mecanismos compensatorios destinados a fondar a la inversión (v.g. la banca de desarrollo) y la imposición del mercado de capitales para cumplir con esa tarea.

Se recurrió al mercado de capitales para que a través de él las empresas consiguieran fondearse; sin embargo, las diversas políticas que lo erigieron en un mecanismo de fondeo no lograron hacer de él un espacio que cumpliera con su cometido. Luego de la globalización financiera, se incrementó el movimiento especulativo del capital en los mercados financieros, impidiendo que éste mercado cumpliera la función de proveedor de recursos de largo plazo a la actividad productiva (UNCTAD: 1995, referido en Levy, 2001)

4.2. El mercado de Capitales y la Inversión en México 1990-2000

En párrafos anteriores, se dijo que se dieron cambios en la organización institucional del sistema financiero a partir del periodo de desregulación y liberalización financiera, particularmente, en la década de los noventa; el presente apartado pretende mostrar, uno de los cambios institucionales fundamentales, la instauración de la hegemonía del mercado de capitales en el fondeo de la inversión.

En este sentido, el objetivo central del presente apartado, busca mostrar cómo se ha estructurado el mercado de capitales en la década de los noventa y la relación que ha guardado con la inversión en su tarea de fondeo.

Se tendrá por hipótesis que el mercado de capitales no ha logrado conformarse en una institución funcional al fondeo de la inversión, ya que aunque ha presentado un desarrollo en la década de los noventa, no ha dejado de ser débil y delgado. Además de verse afectado negativamente por los movimientos en las tasas de interés estimulados por las políticas económicas que emanan del Estado, para mantener el tipo de cambio estable.

Para lograr lo cometido en este apartado se irá presentado la evolución que han presentado los principales indicadores del mercado de capitales en el periodo comprendido de 1990-2000; para finalizar con una exposición de la participación que ha tenido éste en el fondeo de la inversión en México en la década de los noventa.

4.2.1. Número de Emisoras que cotizan en la BMV

El número de emisoras que cotizan en bolsa ha tenido un importante crecimiento. Pasó de 390 emisoras en 1990 a 540 en el 2000, manteniendo este rubro, tasas de crecimiento positivas durante la década a excepción de los años 1995 y 1996.

En el mercado de capitales, si bien se ha dado un proceso de profundización, producto de las diversas políticas de desregulación y liberalización financieras, se verá que el mercado no ha logrado robustecerse y fortalecerse.

Por mencionar un caso, resultado de las políticas de privatizaciones, se dio la privatización de Telmex, la cual durante la década de los noventa fue la empresa que contó con mayor valor de mercado, dando mayor liquidez al mercado. Además, colaboró con el proceso de profundización al dar paso a dos empresas más listadas en bolsa, Telecom y AMX.

Empero, hay que mencionar que las políticas puestas en marcha para lograr la profundización del mercado, también han sido contraproducentes.

Con la apertura comercial y financiera que ha experimentado México, las empresas enfrentan una mayor competencia, a la cual tratan de afrontar con fusiones para hacerse más competitivas. Ejemplo de ello, fueron las fusiones que se dieron entre Kimberly-Clark y Crisoba y la adquisición por parte de grupo Carso de las empresas Nacobre y ConduMex.

Otras empresas, en el contexto de apertura comercial, han sido adquiridas por empresas transnacionales. Por ejemplo, PEP SIGX cotizaba en bolsa hasta 1992, siendo una de las cincuenta empresas con mayor valor de mercado; sin embargo, posteriormente fue

adquirida por The Pepsi Botting Group, cancelando con ello su inscripción en el mercado (El inversionista, Abr-2003)

Ahora bien, si comparamos a la Bolsa Mexicana de Valores, con países como Corea, economía emergente, y los Estados Unidos, una economía desarrollada; podemos observar que la economía mexicana, en efecto, no cuenta con un mercado de capitales profundo en cuanto al número de participantes que en él se encuentran, ya que es mucho menor el número de participantes en la BMV respecto al número de los que intervienen en otras bolsas; v.g. el número de empresas listadas en la BMV representan el 77% de las listadas en Corea, y tan sólo el 11.5% de las listadas en el los E.U. en el mercado Nasdaq (ver cuadro1)

Cuadro 1. Emisoras que Cotizan en Bolsa

	México	Brasil	Corea	E. U. (Nasdaq)
1990	390	579	677	4132
1991	418	570	686	4094
1992	437	565	688	4113
1993	454	551	693	4611
1994	505	549	699	4902
1995	481	544	721	5127
1996	468	551	760	5556
1997	507	545	776	5487
1998	529	535	748	5068
1999	531	487	712	4829
2000	540	467	702	4734

BMV: Bolsa Mexicana de Valores

Fuente: Elaboración propia con base en datos de International Federation of Stock Exchanges (FIBV), información en línea.

Por lo tanto, efectivamente el mercado de capitales mexicano no es un mercado fuerte, en función al número de empresas que en él participan.

En cuanto al número de instrumentos que se negocian en la BMV, se puede ver en el siguiente cuadro que no ha existido una amplia diversificación, manteniéndose delgado; sin embargo, con relación a los mecanismos operativos, se puede señalar que ha ocurrido un proceso de profundización del mercado, en la medida que se han desarrollado nuevos mercados como el de derivados (1994) y el de la mediana empresa (el cual inició operaciones en 1992 y claudicó en 1998)

Así como también, se ha dado paso a los préstamos de valores a partir de 1996, para realizar operaciones en corto, se creó el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) con la finalidad de cotizar valores de Latinoamérica en México, y se ha dado una modernización tecnológica con la formación de mercados con operaciones en línea (1998) –ver cuadro 2.

Cuadro 2. Instrumentos y Mecanismos Operativos del Mercado de Valores

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total De Instrumentos	25	37	38	35	36	37	37	31	30	28	28
Total de Mecanismos Operativos			1	1	2	2	2	3	5	5	5
Mercado de la Mediana Empresa			X	X	X	X	X	X			
Sistema Internacional de Cotizaciones					X	X	X	X	X	X	X
Mercado de Derivados									X	X	X
Operación en Línea									X	X	X
Préstamo de Valores								X	X	X	X

X: Representa la presencia de Mecanismos operativos para ese año

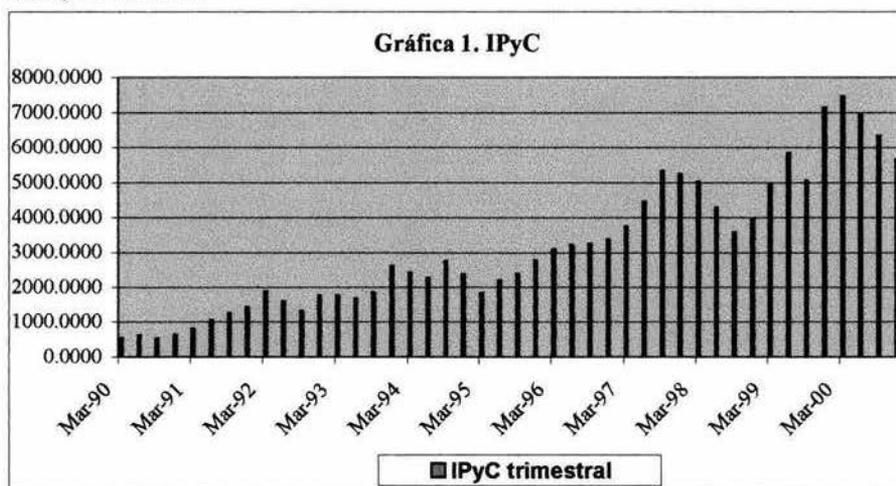
Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Finalmente, hay que mencionar una situación que ha caracterizado al mercado de capitales, una alta concentración. Del periodo comprendido entre 1990-1994 tan sólo 8⁵³ empresas representaban el 16.87% del valor de capitalización del sector, mientras que para el periodo 1995-2000, las mismas 8 empresas ya representaban el 32.96%.

⁵³ Las ocho empresas consideradas son TELMEX, WALMEX, TLEVISA, GCARSO, KIMBER, LIVEPOL, APASCO y ALFA (clave de emisoras) Se tomaron en cuenta esas 8 en función de que éstas se han mantenido dentro de las 50 empresas con mayor valor de capitalización de 1990 al 2000.

4.2.2. Índice de Precios y Cotizaciones de la BMV

El Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC), ha presentado un comportamiento volátil, ver Gráfica 1.

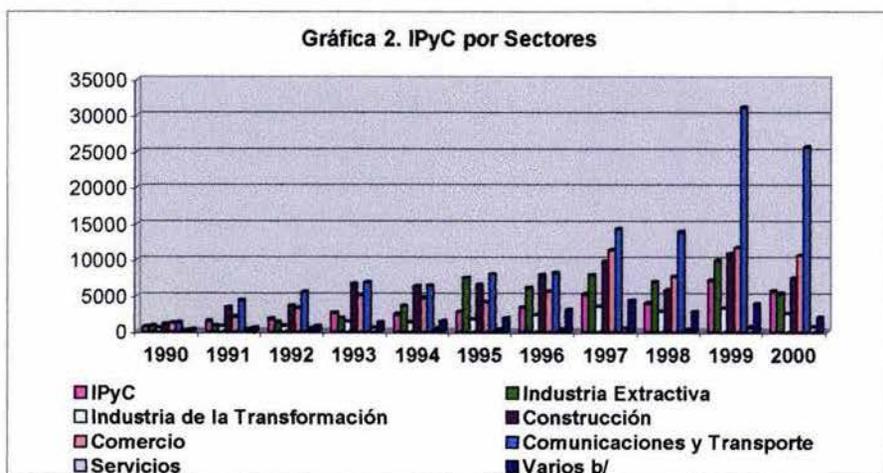


IPyC: Índice de Precios y Cotizaciones

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos, varios años.

Durante el periodo 1990-2000 el IPyC a precios constantes de 1989 creció 73%. En 1994 y 1995 el IPyC observó las bajas más fuertes del periodo, presentándose a partir de 1996 una recuperación. Empero en 1998 vuelve a tener una fuerte caída de casi 37% debido principalmente a los efectos de las crisis internacionales originadas en sudeste asiático (1997-1998), Brasil (1997) y Rusia (1998); recuperándose de nueva cuenta en 1999 y observando una nueva reducción en el 2000.

Cabe destacar, que la internacionalización del mercado de valores, ha generado un problema en la determinación de los precios de los títulos. Las empresas más bursátiles de México fijan los precios de sus acciones en el mercado de Nueva York.



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Al analizar al IPyC por sectores se aprecia un cambio en el dinamismo de este indicador, a partir de 1991 comienza a ser más elevado para los sectores Comercio, Construcción y Comunicaciones y Transportes. Después en 1994 comienza a despegar el sector Industria Extractiva.

De estos cuatro sectores, es el de Comunicaciones y Transportes el que comienza a presentar mayor IPyC a partir de 1997, con una pequeña caída en 1998 y una gran recuperación en 1999, para volver a caer en el 2000 situándose en 25654.9 puntos (sin regresar a los niveles de 1998) El sector Construcción ha tenido una tendencia al alza, aunque en 1998 y 2000 tuvo un retroceso.

El sector Comercio ha presentando un crecimiento considerable, excepción de los años 1995 y 1998, particularmente de 1996 a 1997, pasó de 5565.5 a 11377 unidades. La industria extractiva ha tenido un comportamiento irregular (presentando una importante caída en el 2000), aunque con una tendencia al alza. El resto de los sectores han tenido un crecimiento del IPyC bastante moderado.

La inflación del mercado accionario, medida como la variación del IPyC real base 1978=78, ha tenido una tendencia a la baja durante la década de los noventa. Sin embargo hay que destacar que haciendo un corte de dos periodos, el primero de ellos comprendido

de 1990 a junio de 1995, periodo en el cual se da la crisis financiera 1994-1995; y otro de diciembre de 1995 a 2000, se encuentran presentes momentos de repunte del IPyC.



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos, varios años.

Como puede apreciarse en el gráfico 3, de 1990 a diciembre de 1993, el mercado accionario presentó una inflación, la cual estuvo muy elevada hasta diciembre del 1991, y a partir de ese momento, comenzó a disminuir, alcanzando su mínimo a finales de 1992, repuntando, nuevamente, hasta septiembre de 1993.

Después de 1993, la inflación del IPyC se vino en picada, alcanzando su nivel mínimo en diciembre de 1994, producto de la crisis financiera por la que atravesaba México.

Analizando la tendencia de la inflación del mercado accionario de diciembre de 1995 a diciembre de 2000, se pueden apreciar tres momentos de excelentes expectativas en el mercado, una comprendida de diciembre de 1996 a diciembre de 1997; otra de mayor magnitud, en el último trimestre del 1998 y; finalmente, una en el último trimestre de 1999. Después de éste año la inflación ha tenido una caída hasta alcanzar cifras negativas.

Como se aprecia en el gráfico 3, las expectativas de los inversionistas han anticipado las crisis del mercado real. Por ejemplo, los inversionistas para 1993 ya tenían expectativas desfavorables para 1994; así lo demuestra dicho gráfico al caer la inflación a partir de diciembre de 1993.

De esta forma se puede decir, que la inflación del mercado accionario no ha sido un signo predominante en la economía mexicana. De hecho, cuando se hace presente, salvo 1990-1991 cuando la inflación estuvo muy elevada, el nivel de inflación es moderado⁵⁴.

Lo anterior corrobora el hecho de que ha estado presente una alta volatilidad, la cual ha implicado fuertes pérdidas y ganancias, lo que vuelve altamente incierto este mercado como fuente de financiamiento y generador de ahorros para las familias.

4.2.3. Volumen e Importe Operado en la BMV

En cuanto al volumen de acciones operadas en la BMV en el siguiente cuadro se aprecia la conducta que ha seguido:

Cuadro 3

Promedio Diario (000)		
Año	Volumen	Variación %
1990	42354	
1991	112450	165.50 %
1992	138835	23.46 %
1993	111683	-19.56 %
1994	94617	-15.28 %
1995	93854	-0.81 %
1996	87820	-6.43 %
1997	104644	19.16 %
1998	75462	-27.89 %
1999	89923	19.16 %
2000	89989	0.07 %

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

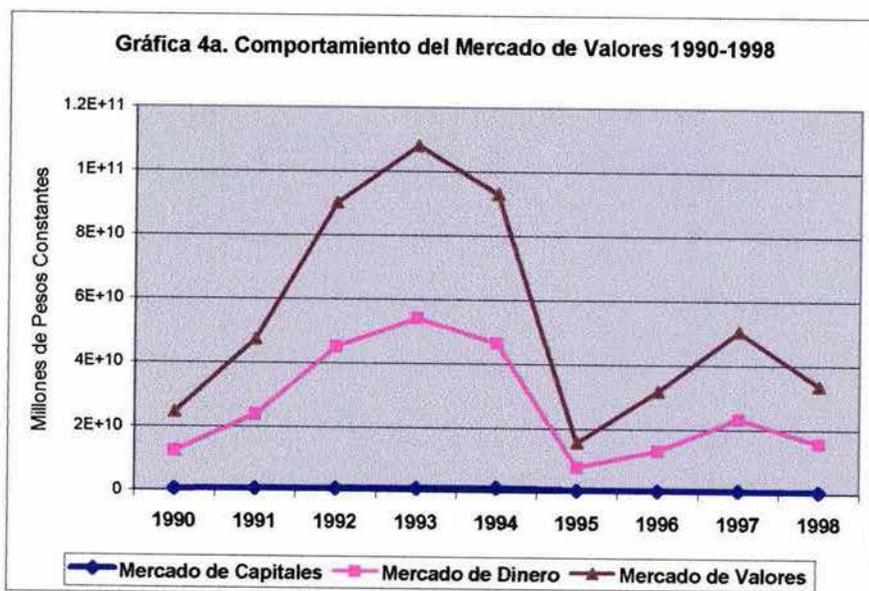
Como puede verse de 1990 a 1991 hubo un crecimiento muy alto de 165.50%, y después de ese año sólo ha habido crecimiento en los años 1992, 1997, 1999 y 2000

⁵⁴ Sin embargo hay autores como Carlos Rozo, quien sostiene que si ha existido inflación en el mercado accionario durante los noventa a partir de 1992, momento en el que el comportamiento del IPyC se encuentra por arriba de la liquidez de la economía, significando que la entrada de capitales a partir de 1989 se coloco en el mercado secundario de valores evitando inflación en el sector real al transferirla al sector financiero (Roza, 2003 mimeo)

(aunque en este último fue muy pequeño sólo 0.07%), para el resto de los años se ha presentado un signo negativo en el crecimiento del volumen operado en la BMV.

En cuanto al importe operado en la BMV, éste presentó un crecimiento acelerado de 1990 a 1993, lo cual puede explicarse por el alto volumen de acciones negociadas y por la alta inflación que presentó el IPyC en ese periodo.

Después de la crisis de 1994-1995 el crecimiento del importe operado fue moderado, con un deceso en 1997 y 1998 producto de la crisis asiática y las posteriores crisis financieras enfrentadas en Rusia y Brasil, ver gráfica 4a.

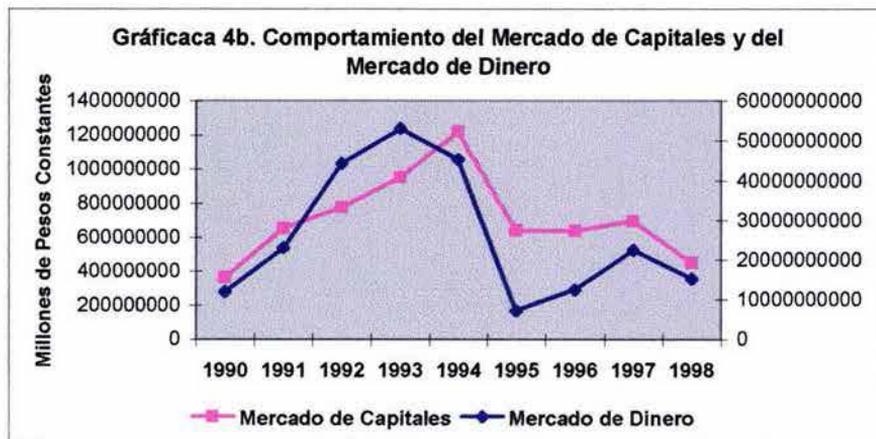


Base 1993=100

Nota: Incluye hasta el año de 1998 debido a la imposibilidad de recopilación de datos del mercado de dinero
Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Analizando el comportamiento del importe operado por sectores del mercado de valores, se puede ver, que el importe negociado en el mercado de capitales tuvo una tendencia alcista hasta 1994, y a partir de ahí ha representado una tendencia a la baja hasta 1998, con un pequeño periodo de recuperación comprendido del segundo semestre de 1996 al primero de 1997.

Por su parte, el comportamiento del mercado de dinero es el que determina la trayectoria del monto negociado en el mercado de valores. Tal como se aprecia en la gráfica 4a y 4b.



Base 1993=100

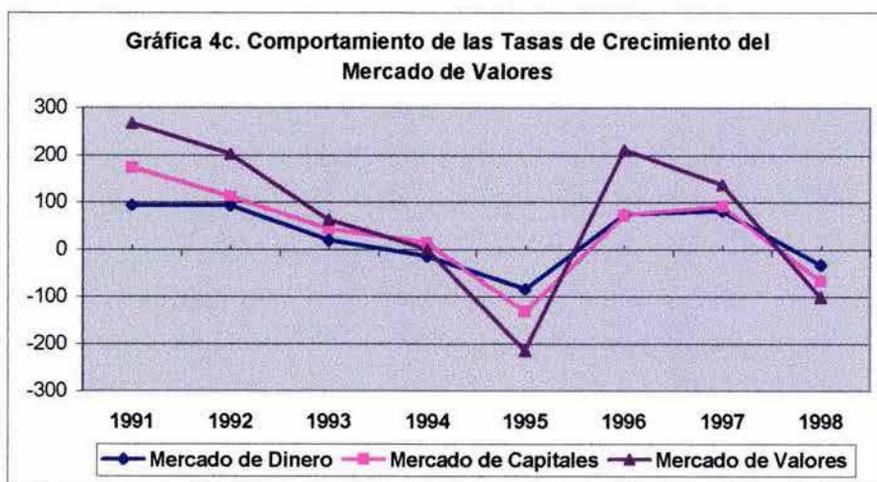
Nota: Incluye hasta el año de 1998 dada la imposibilidad de recopilación de datos del mercado de dinero

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

En cuanto a las tasas de crecimiento del mercado de valores, se puede apreciar en el gráfico 4c, que de 1990 a 1995 las tasas a las que crece son cada vez menores.

De 1995 a 1996 las tasas a las que creció el importe operado en el mercado de valores fueron positivas y cada vez mayores, lo cual se ve reflejado en la parte ascendente de las líneas del gráfico 4c.

Posteriormente, de 1996 a 1998 las tasas a las que crece el importe negociado en el mercado de valores, son cada vez menores. En este período, cabe destacar el pequeño repunte que tuvieron las tasas a las que crece el importe del mercado de capitales, de 1996 a 1997. Situación que dio por el crecimiento de 19.16% que presentó el volumen de las acciones negociadas; y por el repunte en el crecimiento del IPyC.



Nota: Incluye hasta el año de 1998 debido a la imposibilidad de recopilación de datos del mercado de dinero
Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

De las anteriores gráficas es importante subrayar que el mercado de capitales dentro del mercado de valores tiene una participación marginal, siendo el mercado de dinero el de mayor peso relativo.

4.2.4. Múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable⁵⁵

Los múltiplos de P/U y P/VC reflejan, por un lado, los precios de las acciones que cotizan en la BMV medidos con relación a su capacidad de generar utilidades y con relación a la fortaleza del capital contable; y por el otro, muestran la preferencia de los inversionistas por dichos instrumentos, al ejercer su demanda una influencia sobre el comportamiento del precio.

Al analizar ambos múltiplos, se observa que, en general, durante el periodo han existido buenas expectativas para los inversionistas, ya que el precio ha estado sobrevaluado para los accionistas; sin embargo, es importante destacar las drásticas caídas que han presentado determinados años.

⁵⁵ P/U= Relación existente entre el valor o precio del total de las acciones del mercado y las utilidades generadas por estas. P/VC= Relación existente entre el valor o precio del total de las acciones el mercado y el capital contable total de las empresas que cotizan en el mercado.

El múltiplo P/U pasó de 11.89 veces en diciembre de 1990 a 12.23 veces en diciembre del 2000. Durante el periodo se presentaron variaciones negativas en este múltiplo, siendo las más significativas las de 1996 y 2000, de -34.56 % y -28.90% respectivamente.

Las variaciones positivas más significativas para el múltiplo P/U, correspondieron a los años 1990,1991, 1993 y 1997; de 33.90%, 21.87%, 39.78% y 32.42% respectivamente.

El múltiplo P/V pasó de 1.41 a 1.98, de 1990 al 2000. Los peores años para este múltiplo fueron 1994, 1995, 1998 y 2000. Las variaciones positivas más significativas correspondieron a los años 1990,1991, 1993, 1997 y 1999; de 54.95%, 75.18%, 27.56%, 31.82% y 49.69% respectivamente.

Ambos múltiplos pueden relacionarse al comportamiento de las variaciones del IPyC, en la medida que reflejan las expectativas de los inversionistas. Por tanto, al igual que sucede con el IPyC, estos indicadores también presentan una alta volatilidad.

Cuadro 4

	MULTIPLIO P/UTILIDAD	Variación %	P/VALOR CONTABLE	Variación %
1990	11.89	33.90	1.41	54.95
1991	14.49	21.87	2.47	75.18
1992	13.45	-7.18	2.25	-8.91
1993	18.8	39.78	2.87	27.56
1994	18.93	.069	2.39	-16.72
1995	20.63	8.82	1.85	-22.59
1996	13.48	-34.56	1.76	-4.86
1997	17.85	32.42	2.32	31.82
1998	16.24	-9.02	1.61	-30.60
1999	17.20	5.91	2.41	49.69
2000	12.23	-28.90	1.98	-17.84

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

4.2.5. Valor de capitalización del mercado

Medido en pesos constantes con base 1993, el valor de capitalización presentó un importante crecimiento en el periodo 1990-1994, el cual correspondió a un 217.41%, mientras que para el periodo comprendido de 1995-2000 presentó una caída del 25%. Así el periodo de 1990-2000 este indicador creció tan sólo un 88.12 %, crecimiento bajo en comparación al presentado de 1990-1994 (ver cuadro 5)

Cuadro 5. Variación Porcentual Anual del Valor de Capitalización

Año	Extractiva	Transformación	Construcción	Comercio	Transportes	Comunicaciones y Servicios	Varios	Gobierno	Total
1990									
1991	-16.52	19.32	172.02	95.29	569.51	337.12	53.98	-68.78	109.97
1992	32.86	-5.18	24.04	34.34	6.06	73.32	2.44	-100.00	21.13
1993	4.40	64.93	87.73	39.03	23.33	1.91	54.80		31.45
1994	391.32	17.46	-10.21	-1.18	-11.78	-24.77	8.46		-5.06
1995	36.92	-1.84	-31.77	-35.18	-22.86	-35.47	-10.57		-20.98
1996	-39.28	5.88	-5.63	11.56	-16.41	-15.93	-12.53		-8.16
1997	6.80	23.21	10.74	76.91	38.06	1.59	30.50		27.86
1998	-27.98	-31.93	-42.44	-37.45	-27.96	-45.84	-55.35		-37.70
1999	18.99	-0.29	18.56	21.57	105.59	47.27	34.58		39.65
2000	-54.30	-30.51	-37.29	-21.96	-26.49	10.68	-53.80		-26.59
1990/94	468.90	119.18	468.79	260.44	672.55	480.86	164.83	-100	217.41
1995/00	-74.61	-38.47	-55.28	17.11	25.63	-24.61	-68.31		-25.00
1990/00	97.80	32.38	73.54	173.60	648.71	182.57	-24.95	-100	88.12

Precios Constantes base 1993=100

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

En términos constantes este indicador alcanzó su máximo en 1993, y sus caídas más fuertes fueron en 1994, 1995 y 1998, haciéndose sentir los efectos de las distintas crisis y las bajas en la sobrevaluación del dólar (ver gráfica 5)



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

A nivel sectorial el valor de capitalización presentó importantes modificaciones. Aumentó la participación del sector Comunicaciones y Transportes al pasar de representar el 9% en 1990 al 35% en el 2000, así como el sector Comercio que pasó de representar el 10% en 1990 al 15% en el 2000 y el sector Servicios que representaba el 11% en 1990 al 17% en 2000.

Asociando estos datos con el número de empresas que participan en la bolsa y que se encuentran entre las 13 emisoras con mayor valor de mercado, se puede observar que de 1990 a 2000, en el sector comunicaciones y transportes el número pasó de 2 a 5 empresas. Para 1990 se encontraban tan sólo TELMEX y TLEVISA, y para el 2000 se unieron a éstas, TVAZTCA, TELECOM Y AMX (estas dos últimas producto de escisiones de TELMEX)

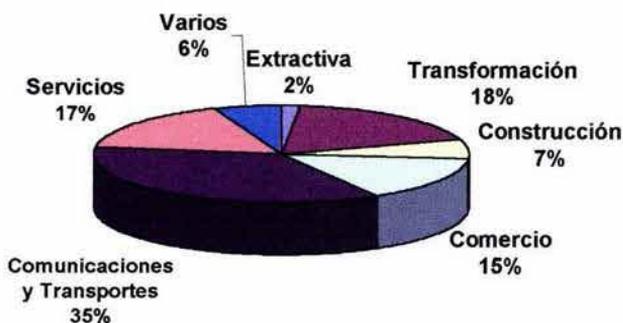
Por otro lado, se observan descensos importantes en la participación de otros sectores. La Industria de la Transformación pasó de representar el 27% en 1990 al 18% en 2000 y el sector de Industrias Varias que pasó del 14% en 1990 al 6.0% en el 2000 (ver gráfica 5a y 5b)

Como puede observarse los sectores que tuvieron un mayor crecimiento se corresponden con aquellos que presentaron un mayor IPyC en la década de los noventa. Así dado a que el número de acciones no presentó cambios importantes, se puede decir que el aumento del valor de capitalización vino del componente precio.



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

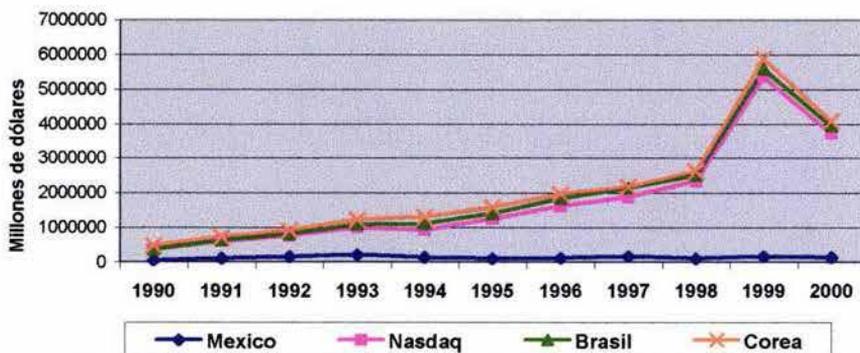
Gráfica 5b. Valor de Capitalización por Sectores 2000



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

Ahora bien, si comparamos el valor de capitalización de la BMV con el de otras bolsas del mundo, por ejemplo con la Corea y Brasil, que son economías emergentes, y con la de un país desarrollado, E.U., como lo es el Nasdaq, podemos apreciar que el valor de capitalización en México se encuentra bastante rezagado. Así se observa en el siguiente gráfico

Gráfica 6. Comparación del Valor de Capitalización de Diversas Bolsa de Valores



Fuente: Elaboración propia con base en datos de International Federation of Stock Exchanges (FIBV), información en línea

Lo anterior corrobora nuestra hipótesis de que el mercado de capitales en México es débil y delgado.

4.2.6. Tasa de Interés Vs. Rendimiento del IPyC

Otro elemento que ha obstaculizado la capacidad del mercado de capitales para fungir como un mecanismo de fondeo ha sido la volatilidad de la tasa de interés.

En la década de estudio, la tasa de interés es un instrumento de política monetaria, utilizado para mantener la estabilidad del tipo de cambio; en este sentido, se vuelve una variable anticíclica que fluctúa constantemente.

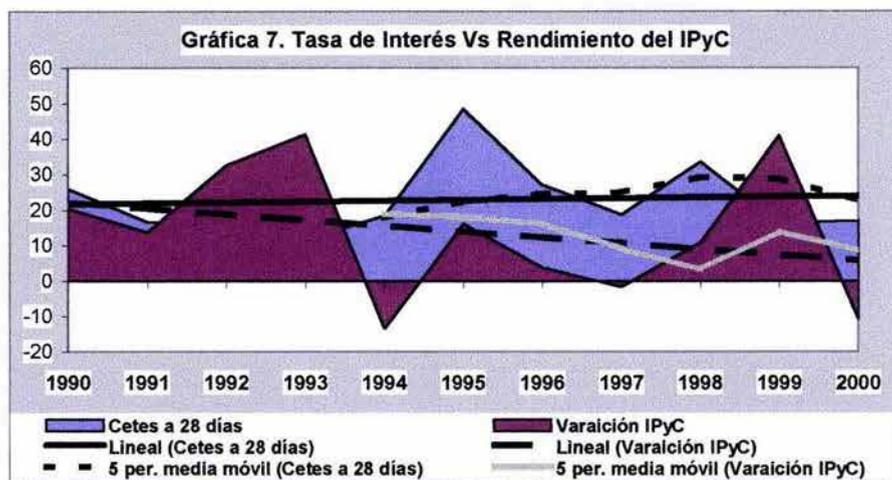
Las variaciones en la tasa de interés afectan negativamente al mercado de capitales, dada la relación inversa que guarda el precio de las acciones respecto a la tasa de interés, y por las expectativas negativas que generan a los inversionistas para invertir en el mercado de capitales.

Analizando a las variables tasa de interés y rendimiento del IPyC, para la década de los noventa, se aprecian comportamientos claramente desiguales y encontrados

Considerando la tasa de interés de los CETES a 28 días (se toma esta tasa de interés en la medida que es el instrumento que utiliza el Banco de México para regular a través de mercado abierto el comportamiento del tipo de cambio, y porque es la tasa de interés líder del sistema financiero), se aprecia en el siguiente gráfico que después de 1995 ha presentado una tendencia al alza (gráfica 7)

Mientras que inversamente para ese mismo periodo el rendimiento del IPyC ha tenido una tendencia a la baja.

Consecuentemente, con este análisis se corrobora un elemento más de nuestra hipótesis inicial, el efecto negativo de la tasa de interés sobre el mercado accionario.



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores y Banco de México. Anuario Bursátil e Indicadores Económicos, varios años

4.2. 7. Financiamiento e Inversión

El desarrollo que ha presentado el mercado de capitales ha tenido como característica una débil conexión entre el mercado primario y el secundario⁵⁶. Las expansiones del mercado secundario no desataron correspondientes aumentos en la emisión de títulos; los cuales podrían haber provisto de fuentes adicionales de financiamiento y fondeo para la inversión de empresas privadas.

Según el monto de los instrumentos que se negocian en el mercado de capitales, específicamente el de las acciones, se puede observar que el monto operado en el mercado primario es mucho menor al operado en el mercado secundario. Del periodo comprendido de 1990-1994 el monto operado en el mercado primario tan sólo representó el 3% promedio del total del monto operado en el mercado de valores, y 1% para el periodo 1995-2000.

De tal forma que, de 1990-1994 el monto operado en el mercado secundario fue 31.73 veces mayor que el operado en el mercado primario⁵⁷; y 89.34 veces mayor para el periodo 1995-2000 (ver gráfica 8a y gráfica 8b)

⁵⁶ Hay que señalar que no es exclusiva a esta década, ya que ha sido un rasgo común en la economía mexicana a lo largo de la historia del mercado de capitales; por ejemplo 1978 y 1987

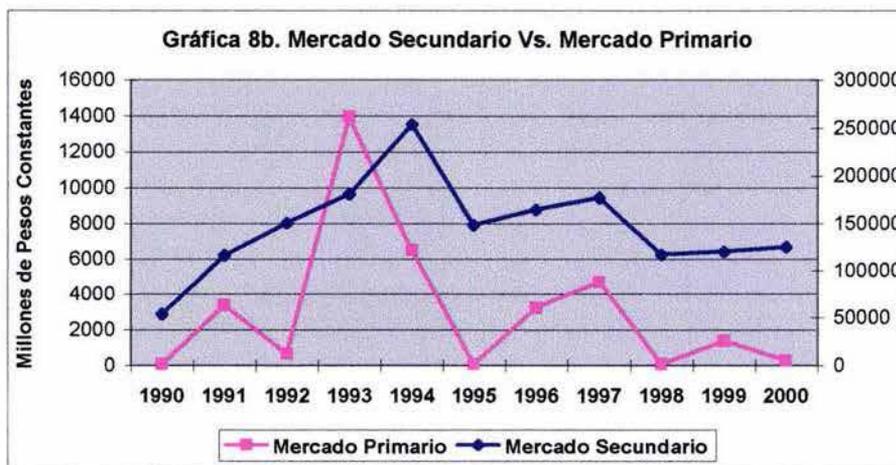
⁵⁷ Incluye tanto el monto de las ofertas públicas como las suscripciones adicionales de capital



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años
Año Base 1993=100

En cuanto a la dinámica que han seguido el mercado primario y el mercado secundario, se puede observar en el gráfico 8b, que el comportamiento de ambos mercados ha sido bastante irregular.

El mercado primario, ha experimentado dos fases de crecimiento relativamente importantes. La primera de ellas comenzó a gestarse a mediados de 1992, y se mantuvo hasta el primer trimestre de 1993; y la segunda de ellas comienza a mediados de 1995 y se mantiene hasta el tercer trimestre de 1997.



Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años
Año Base 1993=100

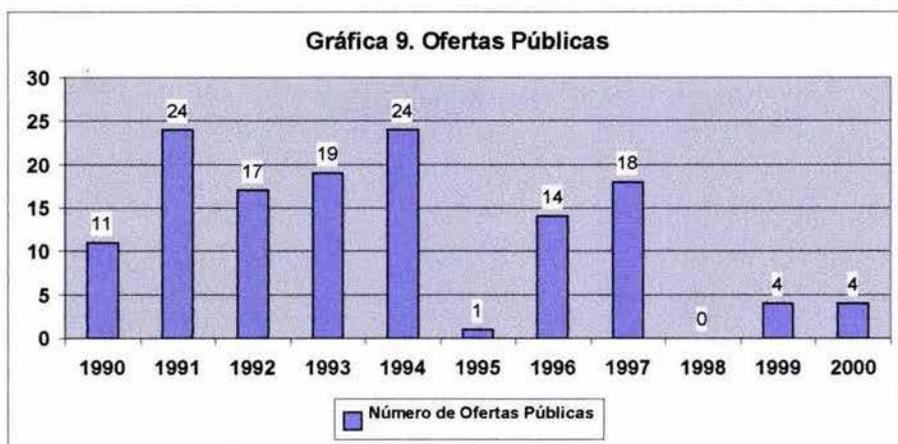
Ambas etapas han estado relacionadas con periodos de crecimiento del mercado de valores. La primera de ellas, cuando en el mercado de valores existía una alta inflación, lo cual afectó positivamente a las expectativas de los inversionistas, incentivándolos a emitir nuevos títulos.

La segunda fase, se relaciona con un periodo de recuperación de la economía mexicana, posterior a la crisis de 1994-1995, en la que comienzan a existir expectativas favorables para los inversionistas.

El mercado secundario tuvo una etapa de crecimiento, altamente relacionada con la entrada de capitales masiva, desde 1990 hasta principios de 1994, cuando estalla la crisis financiera. Después de ese momento, cae el mercado sin lograr recuperarse en los restantes años de la década. Aunque ha presentado dos etapas de moderado crecimiento, una del segundo trimestre de 1995 al segundo trimestre de 1997 y, otra, del segundo semestre de 1998 al 2000.

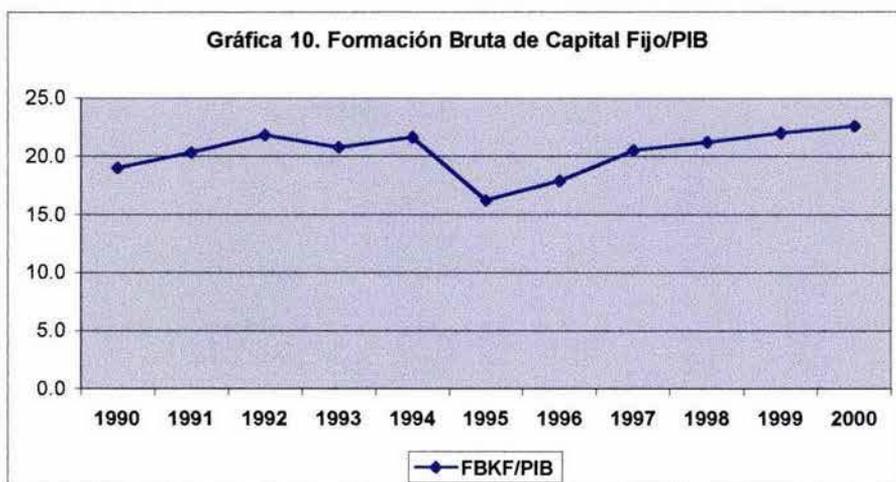
Lo anterior, confirma la poca participación que tiene el mercado de capitales en el financiamiento de la inversión, ya que el mercado primario no ha presentado un crecimiento que permita pensar que las empresas han incrementado su fondeo a través de esta vía. El mercado de capitales ha servido como un espacio a la especulación financiera y valorización del capital.

De hecho, si se revisan el número de empresas que realizaron ofertas públicas, para la década de los noventa, podemos observar que el número de emisoras que llevan a cabo emisiones primarias ha ido disminuyendo, lo cual nos confirma un menor número de agentes que acceden al fondeo a través del mercado de capitales (ver gráfica 9)



Fuente: Tendencias Económicas y Financieras, No. 750, sección C, 2001

Referente a la inversión real en México, en el gráfico 10 se observa que ha tenido un crecimiento, salvo en el periodo de mediados de 1994 a principios de 1995. Por tanto, podemos intuir que, no ha sido el mercado de capitales el que ha fondeado a la inversión, ya que se ha estudiado en párrafos anteriores, que el mercado primario de capitales no creció; lo cual indica que pese a los esfuerzos de la corriente ortodoxa por dejar como mecanismo hegemónico de fondeo al mercado de capitales, en México, tal situación no se ha cumplido.



Precios constantes 1993=100

Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos, varios años

Como se aprecia en el cuadro 6, el financiamiento neto bursátil⁵⁸ ha presentado una caída como proporción al PIB, en la década de los noventa. Pasó de representar el 6% en 1990 a 3% en el 2000.

La misma tendencia tuvo el financiamiento bancario⁵⁹ durante este período; sin embargo, hay que destacar que la caída ha sido más fuerte. Durante los primeros cinco años, el porcentaje en proporción al PIB fue de 8.2% en promedio; mientras que de 1996 a 2000 el financiamiento bancario como proporción al PIB representó el -0.33%

Por su parte el financiamiento otorgado por la banca de desarrollo⁶⁰ durante la década, prácticamente, ha tendido a desaparecer. Solamente fue significativo en 1994 y 1995, dada la necesidad de poner en práctica políticas para estimular a la inversión para superar la crisis de esos años (ver cuadro 6)

⁵⁸ El financiamiento neto bursátil, incluye además del mercado de capitales al mercado de dinero

⁵⁹ Incluye la cartera de crédito vigente y la cartera en redescuento

⁶⁰ Incluye la cartera de crédito vigente y la cartera en redescuento

Cuadro 6

	Financiamiento Neto Bursátil ^a /PIB	Financiamiento Bancario ^b / PIB	Financiamiento Banca de Desarrollo ^b /PIB
1990	6%	8%	0%
1991	3%	8%	1%
1992	-1%	8%	2%
1993	4%	6%	2%
1994	3%	11%	7%
1995	-2%	-3%	4%
1996	2%	-4%	0%
1997	4%	0%	-1%
1998	3%	2%	2%
1999	5%	2%	0%
2000	3%	1%	0%

a/ Descontando amortizaciones

b/ Incluye cartera vigente y cartera en redescuento

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores y Banco de México. Anuario Bursátil e Indicadores Económicos, varios años

Analizando el financiamiento que otorga el mercado bursátil y la banca comercial por sectores, se puede apreciar que, principalmente, ha sido el sector público el que ha tenido tasas de crecimiento negativas de mayor grado, lo cual nos indicaría la política que ha seguido el estado de dejar al mercado a sus libres fuerzas.

El financiamiento neto bursátil, compuesto por financiamiento público y financiamiento privado bursátil, el mayor peso del financiamiento vía el mercado de valores es proporcionado al sector público y en menor medida al sector privado.

Sin embargo, al analizar las tasas a la cual ha crecido el financiamiento otorgado por estos sectores, se aprecia que las tasas a las que crece el financiamiento público son cada vez menores, de hecho solamente han sido tasas de crecimiento positivas en los años 1994, 1997 y 1999, siendo la más destacada la recuperación de 1996 a 1997 que pasó de -158.12% a 238.27% (ver cuadros 7 y 8)

Por su parte el financiamiento privado bursátil, tiene una menor participación en total del financiamiento neto bursátil, sin embargo sus tasas de crecimiento no han seguido una tendencia tan pesimista; ya que aunque cada vez crece a tasas cada vez menores, durante la década de los noventa, han sido positivas casi para todo el período, excepto en

los años 1992 y 1995. La tasa de crecimiento más alta fue de 101.13% en 1993 y la menor se presentó un año después, en 1994, de -60.22% (ver cuadros 7 y 8)

El financiamiento público bancario ha decrecido para casi toda la década de los noventa, solamente en 1994 y 1997 presentó un crecimiento. El financiamiento privado bancario, por su parte, a partir de 1995 (excepto 1996 que creció 21.17%) a presentado tasas de crecimiento negativas de hasta tres dígitos, lo cual manifiesta la restricción crediticia que ha caracterizado a la economía en la segunda mitad de los años noventa ver cuadro 7)

Cuadro 7. Financiamiento Neto Bursátil vs. Financiamiento Bancario

Tasas de Crecimiento (%)						
	F.P.B.	F.Pr.B.	F.N.B. 1/	F. P. Banc.	F.Pr.Banc.	F.Banc. 2/
1991	-77.07	76.24	-53.21	-850.29	17.27	13.56
1992	-362.87	-3.19	-152.00	-61.28	12.62	2.20
1993	-163.11	101.13	-451.55	-181.68	-32.58	-23.28
1994	27.73	-60.22	-27.20	277.97	78.28	75.86
1995	-200.12	-59.48	-152.12	-178.26	-132.91	-128.39
1996	-158.12	40.80	-210.90	-127.91	21.17	35.55
1997	238.27	9.63	161.25	408.62	-86.83	-99.19
1998	-38.88	-49.69	-40.41	-2.00	-314.15	-7476.35
1999	101.96	51.29	95.92	-46.93	-156.23	7.62
2000	-24.73	-21.36	-24.42	-201.30	-244.69	-72.71

F.P.B.=Financiamiento Público Bursátil, F.Pr.B.=Financiamiento Privado Bursátil, F.N.B.=Financiamiento Neto Bursátil, F.P. Banc.= Financiamiento Público Bancario, F.Pr. Banc.= Financiamiento Privado Bancario, F. Banc.= Financiamiento Bancario

1/ Descartando amortizaciones

2/ Incluye cartera vigente y cartera en redescuento

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores y Banco de México. Anuario Bursátil e Indicadores Económicos, varios años

Cuadro 8

Porcentajes			
	Financiamiento Público Bursátil	Financiamiento Privado Bursátil	Financiamiento Neto Bursátil
1990	84.44	15.56	100
1991	41.37	58.63	100
1992	209.16	-109.16	100
1993	37.55	62.45	100
1994	65.87	34.13	100
1995	126.53	-26.53	100
1996	66.31	33.69	100
1997	85.86	14.14	100
1998	88.07	11.93	100
1999	90.78	9.22	100
2000	90.41	9.59	100

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Cabe subrayar que dentro del financiamiento privado bursátil, el mercado de capitales tiene muy poca participación; los rubros que corresponden al mercado de capitales, acciones, obligaciones y los certificados de participación ordinarios, tienen muy poca participación dentro del total del financiamiento neto bursátil (ver cuadro 9)

Los rubros que presentan una mayor aportación son los del mercado de dinero, y de hecho son los que determinan la trayectoria del monto total del financiamiento bursátil. Y, principalmente los del sector público.

Dentro de los instrumentos públicos del mercado de dinero se encuentran los CETES, instrumento utilizado por el estado para regular, a través de la política monetaria, a la economía; cuyo efecto negativo sobre la inversión en el mercado de capitales ya se ha analizado con anterioridad.

Por tanto, se aprecia que el crecimiento de la inversión no ha sido financiado, ni a través del sistema bancario, ni vía la banca de desarrollo –pues se ha buscado desaparecer los mecanismos compensatorios-, y tampoco mediante el mercado de valores.

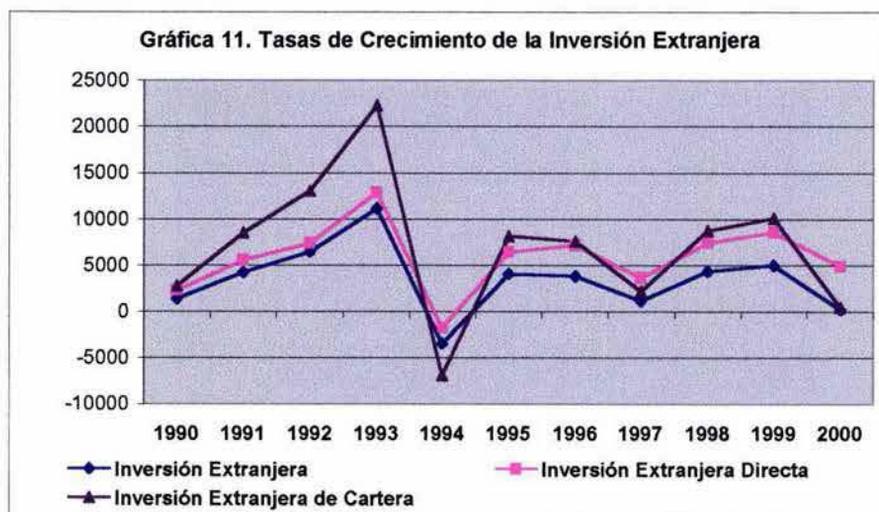
Cuadro 9

FINANCIAMIENTO NETO BURSÁTIL (1)											
Millones de Pesos Constantes 1993=100	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
GUBERNAMENTAL 2/											
Certificados de la Tesorería (CETES)	30409	-11962	-4119	36087	-49204	17658	7756	32707	-980.8	-412.4	13868
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES)	14596	171.3	-27291	-17292	-10201	21850	11748	9710	23537	62710	23560
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal a Tasa Fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	9704
Pagarés de la Tesorería (PAGAFES)	-566.2	-729.1	-81.38	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de la Tesorería (TBONOS)	-299.4	1116	33.19	3843	96702	-72228	-962.4	0	0	0	0
Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS)	11342	24123	-1976	-1539	-10347	5738	5202	-2577	-934.3	0	-1254
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en UDIS * (UDIBONOS)	0	0	0	0	0	0	2341	13205	10800	4591	2153
SUBTOTAL	55481	12719	-33434	21100	26950	-26982	15682	53046	32422	65481	49284
PRIVADO											
Acciones 3/	60.8	3361	649.7	13968	6501	66.91	3205	4692	48.83	1356	267.3
Obligaciones	3400	6987	8142	4018	111.9	3374	-1653	-597.9	-1424	-1048	-1176
Aceptaciones Bancarias	-22.38	0	219.9	-196.1	0	0	-2.05	0	0	0	0
Papel Comercial	2672	-1518	-1756	616.6	587.3	11.92	-969.8	0	0	537.2	9138
Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	0	0	0	-466	-107.1	-20.09	13.33	-13.06	0	0.327	0
Bonos 4/	3581	2830	572.2	10305	4806	3020	5578	-4043	1040	6206	-1964
Certificados de Participación Inmobiliaria	535.5	313.3	16.87	4.2	-38.87	-24.65	-45.82	-3.047	0	0	0
Pagaré a Mediano Plazo	0	2229	4519	2368	298.5	-482.8	1467	3943	3353	-248.1	-1117
Pagaré a Corto Plazo	0	0	0	0	0	46.89	-35.88	0	0	0	0
Certificados de Participación Ordinarios											
5/	0	3821	5085	1173	1331	1516	1836	-106.1	-980.5	-145.4	92.12
Pagaré Financiero	0	0	0	3285	472.8	-1850	-1426	-254.5	5.66	-9.823	-13.13
SUBTOTAL FINANCIAMIENTO TOTAL	10227	18024	17449	35096	13962	5658	7966	8734	4394	6647	5227
TOTAL	65708	30743	-15985	56195	40912	-21324	23648	61780	36816	72128	54512

(1) Descontando amortizaciones, 2/ No incluye la posición de BANXICO, 3/ Se descontaron las ofertas públicas de compra y para 1990 no incluye la fusión de TELMEX y CEGUSA, 4/ Se incluye bonos bancarios de desarrollo, de infraestructura y vivienda, 5/ Para los años 1991 y 1992 incluye pagaré financiero, *UDIS= Unidades de Inversión

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años

Un último elemento que habría que analizar es el origen de los fondos que se canalizan al mercado de valores. Ya se ha dicho que la desregulación de la cuenta de capitales como una política de liberalización financiera permitió un incremento significativo del movimiento de los flujos, aunque errático. Así se ve en el siguiente gráfico al analizar el crecimiento de la inversión extranjera en México.



Fuente: Elaboración propia con base en Banco de México. Indicadores Económicos, varios años

La inversión extranjera en México tuvo un importante crecimiento desde 1990 hasta mediados de 1993, después de esa fecha presentó una caída y no ha logrado hasta el año 2000 recuperar los niveles alcanzados en 1993 (año en el que alcanzó su mayor pico)

Uno de los rubros que componen a la inversión extranjera, es la inversión extranjera directa, ésta ha tenido el mismo comportamiento que presenta la inversión extranjera, lo cual nos habla de que es la inversión extranjera directa quien determina la trayectoria de la última.

Dos elementos han sido decisivos en el crecimiento que ha presentado la inversión extranjera directa, uno de ellos es el crecimiento en el sector servicios; el cual, ha crecido gracias a los cambios en la regulación y a cambios tecnológicos, que han tenido efectos positivos sobre las expectativas de los inversionistas transnacionales.

En este sentido, cambios importantes representaron los procesos de privatización de las empresas públicas, la concesión de servicios públicos, y la liberalización de las telecomunicaciones, la energía y el sistema financiero.

Otro elemento central en el crecimiento de la inversión extranjera directa ha sido el crecimiento que han experimentado actividades como la producción de vehículos, equipo informático y electrónico, y prendas de vestir; las cuales, se han desarrollado bajo estrategias de incorporación de plantas y procesos locales a sistemas internacionales de producción integrada que operan a escala internacional.

Cabe resaltar, que la inversión extranjera prácticamente se ha dirigido a la compra de activos existentes. Se ha dado una creciente compra de empresas privadas nacionales, como parte de un proceso de fusiones y adquisiciones en el ámbito de los servicios públicos, bancos, servicios financieros y comercio.

El otro rubro que compone a la inversión extranjera es la inversión de cartera. Este ha presentado un comportamiento similar a la inversión extranjera directa; salvo en 1994, 1997 y finales de 1999 y principios del 2000, que su crecimiento ha estado por debajo de esta última; lo cual se explica por el proceso recesivo que han vivido las principales economías desarrolladas en casi toda la década de los noventa, lo cual las ha dirigido a invertir a economías emergentes, tal es el caso de la economía mexicana, en búsqueda de mayores ganancias.

Ahora bien, la inversión extranjera que se ha dirigido al mercado de valores ha tenido los siguientes destinos:

Cuadro 10. Tasas de Crecimiento de la Inversión Extranjera en el Mercado de Valores (tomada en pesos constantes)

Porcentajes									
	ADRS (1)	Fondo México (2)	L.S. (3)	Fondo Neutro (4)	Warrants	MMEX (5)	Total MC	Total MD	Total MV
1990	419.11	-7.63	902.56	1831.51	N.A.	N.A.	404.88		
1991	558.10	104.77	176.02	99.51	N.A.	N.A.	354.53		
1992	54.03	23.97	72.14	33.31	N.A.	N.A.	54.61	159.90	78.58
1993	60.54	120.30	153.21	254.86	N.A.	N.A.	90.57	53.80	78.38
1994	-37.68	-43.86	-37.40	-31.85	31.03	283.95	-37.04	-21.43	-32.58
1995	-28.02	-2.00	-27.17	-39.74	-74.88	101.22	-28.72	-80.55	-45.98
1996	-0.82	22.65	94.05	33.83	-84.06	-22.69	26.36	1.67	23.40
1997	53.13	42.50	70.76	39.50	67.37	437.45	58.07	-2.17	52.12
1998	-19.49	-39.71	-43.36	-41.02	-67.30	-55.03	-33.40	-25.43	-32.89
1999	122.84	N.A.	86.76	55.76	10400.00	N.A.	104.46	-11.64	96.26
2000	-22.68	N.A.	-14.36	-52.08	-91.58	N.A.	-22.15	-18.37	-22.03

(1) Incluye GDR's (General Deposit Receipt)

(2) Valuación de la Cartera a fin de cada mes, a partir del mes de abril de 1999 forma parte de Libre Suscripción por tanto no se incluye en el total

(3) Incluye cuentas de Terceros de Citibank y Sociedades de Inversión

(4) No incluye CPO's (Certificados de Participación Ordinaria) que respaldan ADR's (American Deposit Receipt)

(5) A partir del mes de marzo de 1999 se integra al Mercado Principal

L.S.: Libre Suscripción, MMEX: Mercado Intermedio, MC: Mercado de Capitales, MD: Mercado de Dinero, MV: Mercado de Valores

Tasas de Crecimiento de los Stocks

Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

La evolución de estos indicadores ha sido positiva, principalmente para los primeros cuatro años y para 1999 (en este año de especial atención es el caso de los warrats cuyo monto creció en 10,400%) Aunque se han presentado caídas de mayor peso en los años 1994, 1995, 1998 y 2000 (en el año de 1996 sólo los warrats y el Mercado intermedio tuvieron una fuerte caída) –ver cuadro 10.

Dentro de estos canales receptores de la inversión extranjera, la caída más importante en el periodo la presenta el mercado de dinero, cuya tendencia desde 1994 ha sido a la baja, con una fuerte caída en 1995 de 80.55% (ver cuadro 10)

Lo anterior ha contribuido a un cambio en la composición de los diversos elementos a los que se dirige la inversión extranjera. Los ADRs continúan liderando el destino de la inversión extranjera, las acciones de libre suscripción han tenido una mayor participación, sobre todo a partir de 1995. En tanto que el mercado de dinero ha tenido cada vez una

menor participación, principalmente de 1995 al 2000, cuando de 1991 a 1994 había tenido una importante participación.

Cuadro 11. Composición de la Inversión Extranjera en el Mercado de Valores (%)

	ADRS (1)	Fondo México (2)	L.S. (3)	Fondo neutro (4)	Derivados	Mercado Intermedio (5)	Total Mercado de dinero
1990	51.1	6.0	26.3	16.6	0	0.0	0.0
1991	57.3	2.0	12.3	5.6	0	0.0	22.8
1992	49.4	1.4	11.9	4.2	0	0.0	33.2
1993	44.4	1.8	16.9	8.3	0.0	0.0	28.6
1994	41.0	1.5	15.7	8.4	0.0	0.0	33.3
1995	54.7	2.7	21.1	9.4	0.0	0.1	12.0
1996	44.0	2.7	33.2	10.2	0.0	0.1	9.9
1997	44.2	2.5	37.3	9.4	0.0	0.2	6.4
1998	51.9	2.2	30.8	8.0	0.0	0.2	6.9
1999	60.3	0.0	29.9	6.5	0.1	0.0	3.2
2000	59.8	0.0	32.9	4.0	0.0	0.0	3.3

1. Incluye GDR's
 2. Valuación de la Cartera a fin de cada mes, a partir del mes de abril de 1999 forma parte de Libre Suscripción por tanto no se incluye en el total
 3. Incluye cuentas de Terceros de Citibank y Sociedades de Inversión
 4. No incluye CPO's que respaldan ADR's
 5. A partir del mes de marzo de 1999 se integra al Mercado Principal
- Fuente: Elaboración propia con base en Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Finalmente, se dirá que sobre la base del estudio llevado a cabo en páginas anteriores, el mercado de capitales dista de ser un mecanismo funcional al fondeo de la inversión, en la medida que es débil, delgado, concentrado y considerablemente afectado por las variaciones en la tasa de interés la cual sigue funcionando como una variable anticíclica.

Y aunque ha estado presente la inversión extranjera por la que tanto aclaman los economistas ortodoxos para complementar el ahorro interno, ésta no se ha dirigido a sectores a través de los cuales pueda ayudar al crecimiento de los sectores productivos.

El capital sigue quedándose en la esfera financiera sin poder llegar al sector real.

Conclusiones

El sistema financiero en la década de los noventa ha atravesado por una serie de cambios, resultado de las políticas de desregulación y liberalización financiera que modificaron las formas en que se organiza y norma el sistema financiero.

De las políticas implementadas destacan el ajuste fiscal y las privatizaciones.

Las privatizaciones afectaron al sistema financiero, en la medida que la venta de empresas del sector público ayudaron a la profundización del mercado.

Tal fue el caso, de Teléfonos de México (TELMEX), empresa pública que luego de su privatización, ha sido la que cuenta con mayor valor de capitalización y con una alta bursatilidad, dentro de la BMV; volviendo atractiva la inversión en el mercado de valores. Además, de haber contribuido con la profundización del mercado al dar paso a la conformación de Telecom y AMX, ambas empresas cotizando en bolsa.

Hay que destacar que, aunque, las políticas de privatización y de ajuste fiscal afectaron a la organización del sector financiero; éstas políticas no lograron tener repercusiones sobre la inversión. Particularmente, por que las privatizaciones únicamente significan transferencia de capital al sector público, pero por sí mismas no generan condiciones financieras para el crecimiento económico.

Adicionalmente, porque una política de ajuste fiscal termina por afectar negativamente al monto del gasto público y éste, a la inversión.

Otras políticas implementadas han girado en torno a la estabilidad del tipo de cambio, con la finalidad de evitarse fugas de capital y atraer capitales a México. En este sentido, la variable que ha sido utilizada para mantener la estabilidad del tipo de cambio ha sido la tasa de interés.

La tasa de interés, particularmente, la tasa Cetes a 28 días, ha presentado una tendencia alcista durante la década de los noventa, ya que el gobierno ha buscado con ello atraer un mayor flujo de capital a la economía para equilibrar la balanza de pagos, y al tipo de cambio.

Ha marcado un cambio en la organización del sistema financiero, específicamente, en el mercado de valores. Ha propiciado que se acentúen las diferencias en magnitud en cuanto al monto que se negocia en el mercado de dinero vs. el negociado en el mercado de

capitales. Además de atentar en contra del sector bancario, al generar posibles problemas de insolvencia para los deudores de la banca. A la vez, que ha puesto de manifiesto un efecto negativo sobre la inversión.

Finalmente otra de las políticas contenidas en el proceso de desregulación y liberalización financiera, ha sido el control de la inflación. La cual, al sustentarse en la entrada de capitales y en la apreciación cambiaria, así como en políticas monetarias, crediticias y fiscales contraccionistas, también genera una modificación en el sector financiero, al volver más vulnerable el sistema bancario.

Las políticas de desregulación y liberalización financiera, por tanto, no dejan a duda el efecto que tienen sobre el conjunto del sistema financiero, el financiamiento y la inversión. Por ello, también se analizó en el capítulo cuatro, la situación empírica del mercado de capitales, para indicar las modificaciones que sufrió en la década de los noventa, y así, ver el efecto que tuvieron esas modificaciones sobre las fuentes de financiamiento de la inversión.

Producto de la desregulación y liberalización financiera se buscó dejar al mercado de capitales como el único mecanismo de fondeo de la inversión, eliminándose los mecanismos compensatorios basados en la banca de desarrollo.

Para ello, se profundizó el mercado de capitales, se fueron creando nuevos instrumentos y mecanismos operativos. Además de darse una modernización del mercado de capitales al incorporar cada vez más, nuevas tecnologías en comunicaciones.

Sin embargo, los ajustes llevados a cabo en el mercado de capitales no fueron suficientes para hacerlo funcional a la inversión.

El mercado de capitales se mantuvo, durante la década de los noventa, débil y delgado, el número de instrumentos y participantes continuó siendo pequeño, así se observó al comparar la bolsa de México con la de otros países. Incluso con países similares a México, países emergentes, éste cuenta con un mercado de capitales relativamente más débil y delgado.

Por otro lado, se encontró que no bastaba con no ser un mercado fuerte y robusto, el mercado de capitales estaba altamente concentrado, para el periodo 1995-2000, 8 empresas representaban el 32.96% del total del valor de capitalización de la bolsa.

Adicionalmente, se encontró que el mercado de capitales es altamente volátil y está rodeado de una gran especulación.

Al analizar el IPyC y los múltiplos precio/utilidad y precio/valor contable, se corroboró la volatilidad del mercado del mercado y la especulación que lo rodea.

La inflación del mercado de capitales fue volátil, con altos niveles inflacionarios para los tres primeros años de la década de los noventa, fuertes caída en 1994-1995, 1998 y 2000 (ésta última de menor magnitud), y para los años 1996, 1997 y 1999 una inflación moderada, poco significativa.

Al estudiar el valor de capitalización del mercado, se encontró que es considerablemente mucho menor al que existe en otras bolsas del mundo (nuevamente incluso menor al que existe en países emergentes similares a México).

Lo cual, no fue extraño ya que el volumen de las acciones operadas es bajo y el precio de las mismas no es alto, pues no ha existido inflación en el mercado accionario después de 1993.

Cabe resaltar, que tanto a nivel del IPyC y del valor de capitalización, hubo un cambio en la participación relativa de cada sector. El cambio en la participación fue correspondido proporcionalmente, tanto a nivel del IPyC como del valor de capitalización

Los sectores que aumentaron su participación considerablemente, fueron, Comunicaciones y Transportes, Servicios, Comercio, e industrias varias.

El sector transformación, presentó una caída importante pasó de representar el 27% del valor de capitalización del mercado, en 1990, a 18% en el 2000. Mientras que, el sector construcción y extractiva mantuvieron su porcentaje de participación.

Para determinar por qué no ha sido funcional el mercado de capitales como mecanismo de fondeo a la inversión, se hizo necesario analizar un elemento adicional, la relación tasa de interés vs. rendimiento del IPyC.

De este análisis se pudo concluir que, dado a que la política monetaria se transmite a través de la tasa de interés, en búsqueda de mantener la estabilidad de tipo de cambio; la tasa de interés impide el crecimiento del mercado de capitales.

Para concluir con el estudio empírico del mercado de capitales, se mostró la relación entre el financiamiento, tanto bursátil como bancario, y la inversión. Además de que se

consideró a los flujos de inversión extranjera al país y los flujos de inversión extranjera al mercado de capitales.

Se determinó que aunque la inversión, considerada como la formación bruta de capital fijo (FBKF), crecía, aunque en forma irregular, el financiamiento tenía una tendencia a la baja. Únicamente, había un mayor crecimiento del financiamiento neto bursátil, pero a aquel correspondido al mercado de dinero, en la medida que es a través de éste que la política monetaria afecta a la economía, vía operaciones de mercado abierto.

Por tanto, nuestras conclusiones son, que el mercado de capitales no ha logrado ser funcional al fondeo de la inversión, en la medida que es un mercado débil, delgado, concentrado, especulativo, volátil y afectado negativamente por la política monetaria que se implementa en México.

De tal forma, que se corrobora nuestra hipótesis del presente apartado, al demostrar, por un lado, el efecto de las políticas de desregulación y liberalización financiera sobre el sistema financiero, y sobre las fuentes de fondeo a la inversión.

Y por otro lado, al demostrar la no-funcionalidad del mercado de capitales al fondeo de la inversión en México de 1990-2000.

CONCLUSIONES GENERALES

El presente trabajo nos lleva a generar algunas conclusiones referentes a las funciones que ha cumplido el mercado de capitales en el fondeo de la inversión, particularmente, en la economía mexicana, desde el momento en que se le instituye como el único mecanismo de fondeo en la década de los noventa.

Para corroborar nuestra hipótesis que el mercado de capitales es un mecanismo de fondeo que se dinamiza en México bajo el régimen de desregulación y liberalización financiera, el cual, no ha logrado cumplir con su cometido en la medida que no se ha erigido en una institución fuerte y robusta y, dado que se ha visto fuertemente afectado por la política monetaria que hace fluctuar a la tasa de interés para estabilizar al tipo de cambio, implementada en el marco de libre movilidad de los capitales; se partió analizando teóricamente cuál es la función que debe cumplir el mercado de capitales.

Existen dos teorías que han dado cuenta de las funciones que debe cumplir el mercado de capitales en la economía. Una de ellas ha sido la teoría neoclásica, la cual a partir de una serie de consideraciones teóricas, atribuye al mercado de capitales la función de intermediación financiera.

La corriente neoclásica considera que el dinero es neutral que no tiene efectos sobre las variables reales; señala que cambios en la cantidad de dinero no afectan a la tasa de interés, porque la definen como determinada por la frugalidad de los ahorradores y por la productividad del capital. La tasa de interés es considerada el precio al cual la oferta de fondos prestables se iguala a la demanda, dado un nivel de ingreso real.

Por lo tanto, el ahorro ex ante se vuelve una condición necesaria para la inversión. en este sentido, los teóricos neoclásicos promueven políticas que estimulen el ahorro con la finalidad de disminuir a la tasa de interés y de esta forma incentivar la inversión; al tiempo que sugieren mejores mecanismos de captación y colocación de recursos a través del sistema financiero.

Así, al sistema financiero se le reconoce por función la recolección y la distribución del ahorro y, por ende, al mercado de capitales sólo se le considera un intermediario financiero.

La otra teoría que explica el papel del mercado de capitales en una economía es, la teoría de la demanda efectiva; la cual, de igual forma, le otorga la función de intermediación financiera, sin embargo, considera al mercado de capitales como un elemento central para lograr estabilidad económica.

El enfoque de la demanda efectiva considera que el dinero no es neutral, que puede influir sobre las variables reales a través de la tasa de interés y la emisión crediticia. A la tasa de interés se contempla como una variable monetaria, independiente del ahorro, la cual se determina por la preferencia por la liquidez y la oferta monetaria.

Por lo tanto, la inversión no depende del ahorro sino del financiamiento; el ahorro es considerado producto de la inversión (ahorro ex post).

Bajo este esquema, a cada una de las instituciones del sistema financiero se les conceden diversas funciones que pueden o no cumplirse, dependiendo de las relaciones financieras institucionales dominantes.

Al considerarse la oferta monetaria endógena, dada la particularidad del sistema bancario de emitir créditos; se le considera a éste, un elemento central en la creación del dinero desde la perspectiva de Keynes.

A los bancos se les reconoce que a través del crédito (al cual no se considera limitado por recursos reales sino por la liquidez de los bancos) crean dinero y de ahí, pueden generar crecimiento económico vía el impacto que un mayor crédito puede tener sobre la inversión, el empleo y el ingreso.

Por su parte, al mercado de valores, particularmente, al mercado de capitales, se le considera como la institución que puede permitir un crecimiento económico estable, mediante el financiamiento de largo plazo (fondeo) que brinde a la inversión.

Es preciso mencionar que, teóricamente, la función de fondeo se le ha asignado al mercado de capitales, aunque en la práctica, el propio sistema bancario ha cumplido con dicha función por muchos años.

Bajo la teoría de la demanda efectiva, el fondeo se vuelve condición necesaria para que el crecimiento económico que generan los bancos a través del financiamiento a la inversión pueda sostenerse. Ello evita que éstos entren en crisis por no reponer sus fondos revolventes.

Por lo tanto, luego de hacer la revisión teórica y determinar que la teoría de la demanda efectiva tenía mayor vigencia que la teoría neoclásica, pudimos extraer la primera conclusión del trabajo: en una economía, se vuelve necesaria la existencia de mecanismos de fondeo para evitar posibles crisis financieras que puedan originarse desde el sistema bancario dada la imposibilidad de los inversionistas para hacer frente a sus deudas, lo cual frenaría la capacidad de préstamos de los bancos, la liquidez, y la inversión.

A nivel histórico, se hizo un estudio de la evolución del sistema financiero, particularmente, del desarrollo que presentó el mercado de capitales, y de las fuentes de financiamiento que tuvieron lugar en el entorno mundial desde el establecimiento del Sistema Bretton Woods (SBW) hasta la década de los noventa.

Partimos mostrando que bajo el Sistema Bretton Woods, hubo estabilidad en las economías, debido a que no existió movilidad del capital con fines especulativos pues todas las monedas tenían tasas de cambios fijas, aunque ajustables, respecto al dólar y, éste respecto al oro; a la par se indicó que los mecanismos de fondeo que se implementaron estuvieron conformados bajo dos estructuras, aquellas basadas en el sistema bancario y otras basadas en el mercado de capitales.

La primera estructura, operó en casi todas las economías del mundo, a excepción de Estados Unidos y Gran Bretaña, en donde el mercado de capitales fue el mecanismo de fondeo.

En las economías en que imperó una estructura bancaria, como característica común tuvieron un mercado de capitales relativamente débil y poco desarrollado, cubriendo la tarea de financiamiento a la inversión el propio sistema bancario; volviéndose la oferta de créditos crucial para el desarrollo.

A falta de la presencia de mecanismos que permitieran cancelar las deudas de corto plazo con préstamos de largo plazo, se hizo necesaria la existencia de mecanismos compensatorios que cumplieran la tarea de fondeo; para lo cual, la presencia del Estado se volvió indispensable.

En Estados Unidos y Gran Bretaña el fondeo fue otorgado por el mercado de capitales, el cual se caracterizó por ser un mercado fuerte, compuesto por un amplio número de oferentes y demandantes y una gama diversificada de títulos de larga madurez. Por su parte, el sistema bancario únicamente otorgó financiamiento de corto plazo.

Posteriormente, se mostró que con el rompimiento de Bretton Woods, la liquidez mundial y la movilidad del capital se incrementó a ritmos acelerados; viéndose favorecida la especulación financiera, pues los capitales se movieron de una economía a otra en búsqueda de mayores tasas de ganancia, en donde el capital pudiera tener una mayor valorización.

Con ello, se dio una modificación en la organización de las instituciones financieras y en la participación del Estado en la esfera financiera, lo que a su vez impactó en la determinación de los tipos de cambios y de las tasas de interés.

Particularmente, a razón del proceso de desregulación y liberalización financiera, se generó un gran mercado de dinero internacional, los capitales se movieron de una economía a otra en búsqueda de ganancias especulativas. Ello generó un ambiente de alta incertidumbre, ya que al no estar regulada la entrada, permanencia y salida de los capitales de las economías a las que arribaban, las economías comenzaron a sufrir importantes movimientos en los precios de sus activos, motivados por los movimientos en las tasas de interés y tipo de cambio.

En cuanto a los mecanismos de fondeo, éstos presentaron profundos cambios a partir del proceso de desregulación y liberalización financiera, que puso fin a los mecanismos compensatorios implementados en la mayoría de los países y dio paso a la supremacía del mercado de capitales en el fondeo de la inversión, en un ambiente de alta incertidumbre y volatilidad.

Por lo tanto, la segunda conclusión a la que llegamos gira en torno a los problemas que se suscitaron en el entorno económico mundial con el rompimiento del Sistema Bretton Woods al darse la libre movilidad del capital y un cambio en la institucionalidad. Particularmente, a las dificultades que enfrentaron las economías en desarrollo al sustituirse los mecanismos tradicionales de fondeo por uno basado exclusivamente en el mercado de capitales.

Así, podemos decir que con la ruptura del SBW se incrementó la liquidez mundial y la movilidad de los capitales, lo cual impuso nuevas formas de determinación de las tasas de interés y el tipo de cambio; las tasas de interés comenzaron a ser utilizadas como instrumento de política monetaria con la finalidad de mantener estables los tipos de cambio, los cuales dejaron de estar determinados únicamente por la competitividad productiva.

De igual forma, se puede hablar de un cambio en los mecanismos de fondeo, se pasó de una estructura basada en el sistema bancario, con presencia o no de mecanismos compensatorios, a una basada en el mercado de capitales; lo cual trajo consigo una mayor incertidumbre a las economías, pues el desarrollo del mercado de capitales como mecanismo de fondeo se da en un contexto de alta movilidad de capitales que atenta contra la estabilidad del precios de las acciones.

Considerando el entorno internacional, se analiza la economía mexicana para el mismo periodo, desde la instauración del SBW hasta la década de los noventa; durante el cual presentó importantes cambios institucionales que afectaron a los mecanismos de fondeo de la inversión.

La economía mexicana bajo el sistema de Bretton Woods, vivió periodos de estabilidad económica, dadas las limitaciones en la movilidad del capital que impidieron fugas de capital; en los cuales, el financiamiento fue otorgado por el sistema bancario con apoyo de la banca de desarrollo. El Estado jugó un papel muy importante tanto como receptor de recursos, como impulsor de políticas monetarias, v. g. encaje legal, que estimularon a la recolección y canalización del ahorro.

No obstante, con el rompimiento del SBW, la economía mexicana se volvió muy inestable y altamente vulnerable a los movimientos del capital internacional, al ser una de las economías favoritas para dichos capitales, en la medida que ofreció atractivas opciones para su realización.

En cuanto a las fuentes de financiamiento y fondeo, se inició a fines de la década de los setenta, un proceso de desregulación y liberalización financiera que cambió drásticamente la organización institucional financiera en México; el fondeo otorgado por la banca de desarrollo fue progresivamente eliminado, al tiempo que era sustituido por el fondeo vía el mercado de capitales.

Asimismo, producto del proceso de desregulación y liberalización se dio un cambio en los instrumentos de política económica implementados por las autoridades mexicanas. Particularmente, se modificó la política monetaria en aras de mantener la estabilidad en el tipo de cambio, para incentivar y preservar capitales internacionales en México.

Para lograr esos objetivos, se utilizó a la tasa de interés como un instrumento de política monetaria para estabilizar al tipo de cambio. Dicha política, tuvo repercusiones

negativas sobre las fuentes de financiamiento, particularmente, por la supremacía que había obtenido el mercado de capitales en esa función, al volver más atractivos los instrumentos del mercado de dinero en detrimento de los títulos del mercado de capitales.

En este contexto, una tercera conclusión a la que se llega, es que la economía mexicana, inmersa en el proceso de desregulación y liberalización financiera que se vivió en el entorno económico mundial, presentó una serie de transformaciones que cambiaron las normas y la organización de las instituciones financieras. Particularmente, se dio un cambio fundamental en las fuentes de fondeo a la inversión que pusieron fin a la participación del Estado a través de la banca de desarrollo e instituyeron al mercado de capitales como único mecanismo de fondeo.

Asimismo, se convirtió en una economía altamente dependiente de los flujos internacionales de capital, que de hecho, a la ausencia de ellos se han presentado desordenes financieros, como el caso de la crisis financiera de 1994-1995.

Finalmente, para evaluar el papel que ha jugado el mercado de capitales en el fondeo de la inversión en México, se realizó un estudio empírico sobre las fuentes de fondeo de la economía mexicana para la última década del siglo XX, se reconoció la hegemonía que cobró el mercado de capitales en el fondeo de la inversión, a la vez que se mostró la profundización financiera que tuvo lugar; empero, se indicó que no obstante los esfuerzos porque el mercado de capitales llegara a cumplir con su función teórica de fondeo a la inversión, en México, el mercado de capitales no ha llegado a constituirse en una institución que sea funcional al crecimiento económico, pues no ha logrado ser un espacio robusto y profundo.

El mercado de capitales mexicano está altamente concentrado y, el monto y número de instrumento que en él se negocian, es considerablemente menor en comparación al de otras economías, tanto a economías desarrolladas como a economías en desarrollo. Por ejemplo, en cuanto al número de emisoras listadas en bolsa, México incrementó en 150 empresas durante la década de los noventa, mientras que el mercado del Nasdaq de Estados Unidos, lo hizo en 602 empresas, para el mismo periodo.

Adicionalmente, el mercado de capitales no ha logrado ser funcional al crecimiento económico ya que, efectivamente, se ha visto altamente entorpecido por los movimientos en las tasas de interés, producto de la política monetaria implementada en México para

estabilizar al tipo de cambio; de hecho, se pudo observar en base al análisis estadístico, que efectivamente la tasa de interés afectó negativamente al mercados de capitales, lo cual se reflejó en una tendencia a la baja del IPyC mientras la tasa de interés de los CETES a 28 días presentó una tendencia alcista.

La incapacidad del mercado de capitales para fondear a la inversión, también pudo apreciarse analizando el peso relativo que tienen en el mercado de valores, el mercado de capitales y dinero; el mercado de dinero (que depende en gran medida de las colocaciones gubernamentales) tiene mayor participación en el total de los montos que se operan en el mercado de valores; por lo que, las inversiones son básicamente especulativas.

Por lo tanto, la cuarta conclusión que podemos obtener del trabajo es que, México no cuenta con un mecanismo de fondeo que sea funcional a la economía. El mercado de capitales no ha logrado fondear a la inversión, por lo que la economía no ha logrado mantener un ritmo de crecimiento sostenido, ni ha logrado hacer frente a los embates internacionales; de hecho, tampoco se puede hablar de un modesto crecimiento económico ya que no existen fuentes de financiamiento a la inversión productiva, pues los bancos no se ven estimulados para proporcionarlas, al contrario también recurren a las esferas financieras para valorizar al capital.

Así pues, el mercado de capitales mexicano no debe ser, ni mucho menos, el único mecanismo de fondeo a la inversión; deben existir mecanismos compensatorios, al menos en lo que se logra instituirlo como un verdadero mecanismos de fondeo.

BIBLIOGRAFÍA

Andjel, E. (1988), **Keynes: teoría de la demanda y del desequilibrio**, Facultad de Economía, UNAM; México.

Bazdresch P. Carlos (1982), **Evolución reciente del sistema financiero mexicano**, Premio Editora; México.

Blanco, G. Y Verma (1996), **El sistema financiero en México, las instituciones, los instrumentos y las operaciones**, Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey, A. C. México

Bolsa Mexicana de Valores (1992), **Desarrollo del sistema financiero durante el proceso de globalización** en El Proceso de globalización en México.

--- (1988), **El mercado de valores 1983/88**. BMV.

Brother D. J. y Solis L. M. (1967), **Evolución financiera de México**, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Caso Bercht Jorge (1970), **El mercado de acciones en México**, Centro de Estudios Monetarios Internacionales, México.

Cardero M. E. y Quijano J. M. (1982), **Expansión y estrangulamiento financiero, 1978-1981**, en Economía Mexicana, N° 4, CIDE, México.

Carlin and Soskice (1990), **Macroeconomics and the wages bargain**, Oxford University Press

Correa, E. (1998), **Crisis y desregulación financiera**; UNAM- IIE- Siglo Veintiuno Editores, S. A., México.

Chapoy, B. Alma (2001), **El Sistema monetario internacional**, Textos Breves de Economía, 1ª. Edición, Universidad Nacional Autónoma de México-Instituto de Investigaciones Económicas-Porrúa

Chick, Victoria (1983), **La macroeconomía según Keynes**, Alianza Editorial, Madrid 1990.

DeGrawe, P. (1991), **Post war trends and theories**, International Money. First Published 1989, Clarendon

Ejea G, C. Garrido, C. Leriche y E Quintana (1991), **Mercado de valores. Crisis y Nuevos circuitos financieros en México, 1970/1990**, UAM, México.

Ffrench-Davis, R. (1999), **Macroeconomía, comercio y finanzas para reformar las reformas en América Latina**, Mc Graw-Hill Interamericana, Chile

Frenkel, R. (1998), **Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America**, Conference on International Capital Markets and the Future of Economic Policy, Queens' College, University of Cambridge

Gómez, G. (2000), **Crisis y recuperación económica-financiera**; en De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaria: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático; Mántey, G. y Levy, Comp.; UNAM-DGPA-ENEP Acatlán; México.

Guillén, R. (1997), **Globalización financiera y riesgo sistemático**, en Comercio Exterior. Noviembre

Hicks, J. (1954), **Valor y Capital**, FCE, México.

Keynes, J. (1936), **La teoría general de la ocupación, el interés y el dinero**, Fondo de Cultura Económica, México, 1986.

Levy, N. (2001), **Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión. México 1960-1994**, Facultad de Economía, UNAM, Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA), Universidad Autónoma "Benito Juárez" de Oaxaca, México.

Mántey, G. (1989), **La Inequidad del Sistema Monetario Internacional y el Carácter Político de la Deuda del Tercer Mundo**, Universidad Nacional Autónoma de México-Facultad de Economía-Colegio de Ciencias y Humanidades, México.

--- (1994); **Lecciones de Economía Monetaria**, Primera edición UACPyP-CCH

--- (2000) **Desregulación financiera en el sudeste de Asia y en América Latina, crisis bancarias y vulnerabilidad a los programas del FMI en De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaria: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático**; Mántey, G. y Levy, Comp.; UNAM-DGPA-ENEP Acatlán; México.

Mántey, G. y Levy, Coord.. (1999), **Indicadores gráficos de inestabilidad financiera, en América Latina y el Sudeste de Asia**, ENEP Acatlán- Facultad de Economía, UNAM-DGAPA; México

Parguez, A. (2002) **Impacto desestabilizador de la nueva estructura monetaria del capitalismo**; en Estructuras Financieras. Fragilidad y Cambio; Girón A. y Correa, UNAM-IIE; México

Puyana, J. (2000), **Globalización, neoliberalismo y la crisis asiática: la necesidad de un nuevo orden financiero internacional**; en De la Desregulación Financiera a la Crisis

Cambiaría: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático; Mántey, G. y Levy, Comp.; UNAM-DGPA-ENEP Acatlán; México.

Solís, L. (1997), **Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XX**, Siglo XXI editores, México

Studart, R. (1991), **Financial repression and economic development: a post Keynesian response**, Discussion Paper 91-19, Department of Economic, University College of London, Gran Bretaña.

--- (2002a), **Liberalización financiera, mecanismos de financiamiento de la inversión y el crecimiento: Elementos de preocupación**, en Mántey y Levy, comp., Globalización Financiera e Integración Monetaria, Facultad de Economía, UNAM, Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA), Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa, México.

--- (2003b), **Integración financiera, inestabilidad y desempeño macroeconómico en los noventa: Posibles conexiones Perversas**, en Mántey y Levy, comp. Financiamiento del Desarrollo con Mercados de Dinero y Capital Globalizados, ENEP-Acatlán, UNAM, Dirección General de Asuntos del Personal Académico (DGAPA), Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa, México

Toporowski, J.(2000), **The End of Finance, Capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism**, Ed. Routledge, Inglaterra.

Vega, F. (1998), **El Mercado mexicano de dinero, capitales y productos derivados, sus instrumentos y sus usos**, Grupo Editorial Eón, S. A. de C. V., México

Vidal, G. (1998), **América Latina, flujos internacionales de capital y proceso de privatizaciones** en Desorden Monetario Mundial y su Impacto en el Sistema Financiero Mexicano; Mántey, G. y Levy, Comp.; UNAM-DGPA-ENEP Acatlán; México.

Villegas H. Y R. Ortega (1991), **El nuevo sistema financiero mexicano**, Editorial PAC, S.A. de C.V.