



40862

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ARAGON, UNAM

MAESTRIA EN ECONOMIA FINANCIERA

TESIS QUE PRESENTA:

Tomas **JOSE LUIS AYALA TREJO**

Evolución del mercado de capitales en México y principales aspectos que han impulsado su desarrollo (1987-2003)

ASESOR:

MTRO. JUAN CARLOS DE LA VEGA CONDE

SEPTIEMBRE DE 2005

m349123



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.

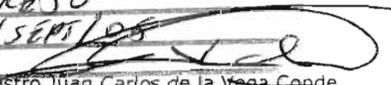
Este trabajo lo dedico especialmente a la memoria de mi Padre (Luis Avala Mejia)
Y también a mis reinas adoradas (mi Madre Beatriz, mi Esposa Laura,
mi Hija Ivette y mi nueva Hija, Fernanda)

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la
UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el
contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: T. JOSÉ LUIS AYALA

TREJO

FECHA: 27/SEPT/08

FIRMA: 

Agradezco de manera especial a mi asesor, el Maestro Juan Carlos de la Vega Conde,
por su apoyo constante y sus señalamientos acertados, para concluir el presente trabajo.

Asimismo, debo reconocer el apoyo sin reparo y las orientaciones recomendadas por los
integrantes del Sinodo: Dra. Ma. Luisa Quintero Soto, Mtro. José Luis Martínez Marca, Mtro. Pedro
Arámbura Contreras y Mtro. Jaime Llanos Martínez

Debo reconocer, de igual forma, el apoyo incondicional que me brindó Alejandro Vera Trejo, en
cuanto a información y recomendaciones, elementos sin los cuales difícilmente se hubiera dado fin al
trabajo

Adicionalmente, este pequeño esfuerzo se lo dedico a mis queridos amigos:
Benjamín Rafael Ron Delgado, Julio Arturo Sánchez Díaz y Alberto Sánchez Díaz,
por su apoyo para la realización de esta tesis

INDICE

<u>T e m a</u>	<u>Página</u>
Introducción	1
I.- Caracterización teórica del funcionamiento del mercado de capitales.	
1.1.- <i>Razones fundamentales de la movilidad de los capitales</i>	5
1.2.- <i>Funcionamiento del mercado de capitales</i>	9
1.3.- <i>Principales aspectos de la operación de mercado de capitales</i>	11
1.3.1.- <i>Diversificación del riesgo global: inversión internacional</i>	11
1.3.2.- <i>Riesgo y rendimiento en los mercados de valores</i>	12
1.3.3.- <i>Selección de una cartera internacional óptima</i>	13
1.3.4.- <i>Rendimientos de los fondos de inversión internacionales</i>	14
1.4.- <i>Crisis en el capitalismo y crisis en los mercados de capitales</i>	22
II.- Evolución reciente del mercado de capitales a nivel mundial.	
2.1.- <i>Referencia histórica internacional de los mercados de capitales</i>	29
2.2.- <i>Crisis de la deuda de los años ochenta</i>	32
2.3.- <i>Situación de los países en desarrollo</i>	36
2.4.- <i>Evolución de la renegociación de la deuda mexicana, como modelo que siguieron en general los países en desarrollo (1983-1995)</i>	40
2.4.1.- <i>1983-1986</i>	41
2.4.2.- <i>1986-1988</i>	43
2.4.3.- <i>1989-1995</i>	43
2.5.- <i>El renovado impulso del mercado mundial de capitales (1990-2002)</i>	48
2.5.1.- <i>Colocación global de deuda: distribución del mercado</i>	48
2.5.2.- <i>Evolución del mercado accionario</i>	55

Tema

Página

2.5.3.- Desempeño de los mercados de bonos y obligaciones.....	57
2.5.4.- Afluencia de la Inversión Extranjera Directa (IED).....	60
2.5.5.- Empuje del mercado de derivados.....	62
2.5.6.- Nuevo desempeño de los fondos de inversión.....	66
III.- Estructura y funcionamiento del mercado de capitales en México (1995-2002)	
3.1.- Antecedentes del mercado de capitales en México (1894-1994).....	72
3.2.- Breve reseña de la conformación actual del mercado de capitales.....	77
3.2.1.- Estructura de funcionamiento (pasado reciente y actualidad).....	78
3.2.1.1.- Mercado primario.....	78
3.2.1.1.1.- Emisión accionaria.....	79
3.2.1.1.2.- Emisión de obligaciones.....	83
3.2.1.2.- Mercado secundario.....	84
3.2.1.2.1.- Reventa de títulos.....	84
3.2.1.2.2.- Principales instrumentos.....	86
3.2.1.2.3.- Principales formas de operación.....	87
3.2.2.2.4.- Liquidación de títulos.....	89
3.2.2.2.5.- Títulos participantes.....	90
3.2.2.2.6.- Rendimientos y dividendos.....	93
3.3.- Contexto económico financiero de la afluencia de capitales y de la crisis financiera en México (1989-1994).....	94
3.3.1.- Acciones para enfrentar la crisis devaluatoria de 1995.....	99
3.3.2.- Los programas de recuperación y resultados económicos en 1995.....	100
3.3.3.- Consecuencias de la política económica al término de 1995.....	106
3.3.4.- El nuevo escenario para 1996 y los resultados económicos.....	108
3.4.- Nuevas modalidades de ahorro y financiamiento.....	111
3.4.1.- Mayor actividad de las sociedades de inversión.....	111

**IV.- Evolución reciente del mercado de capitales
en México (1997-2003)**

4.1.- Situación que guarda el desempeño del mercado accionario.....	116
4.1.1.- Evolución de principales indicadores del mercado bursátil.....	119
4.1.1.1.- Inversión extranjera en el mercado de capitales.....	119
4.1.1.2.- Dimensión del mercado de capitales.....	121
4.1.1.3.- Valor del mercado de capitales.....	123
4.2.- Resultados de la operación en el mercado de acciones y obligaciones.....	126
4.2.1.- Actividad en el mercado de renta variable.....	126
4.2.2.- Comportamiento del mercado de renta fija.....	131
4.2.3.- Valor de capitalización de principales emisoras y series.....	133
4.2.4.- Nivel de bursatilidad de emisoras.....	137
4.2.5.- Valor operado por principales emisoras y series.....	139
4.2.6.- Precio por utilidad en el mercado accionario.....	142
4.3.- Las nuevas manifestaciones del mercado accionario.....	144
4.3.1.- Desliste de emisoras y series del mercado (acciones y bonos).....	145
4.3.2.- Nueva forma de operar en el mercado secundario global.....	150
4.4.- Perspectivas del mercado de capitales.....	153
Conclusiones.....	156
ANEXO ESTADÍSTICO 'A'.....	173
ANEXO DOCUMENTAL 'B'.....	207
REFERENCIAS.....	235

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo, se elaboró con el propósito de cumplir con el trámite de la obtención del título de maestría en economía financiera.

Por consecuencia, se permite a la vez, poder plantear un tema que ha significado de particular interés: el mercado de capitales, que por sí mismo, entraña una serie de acepciones y entendimientos.

Se estimó que para iniciar un estudio de dicho concepto, desde una perspectiva académica, se tendrían que identificar los principales aspectos que lo componen, desde el alcance teórico e histórico, el técnico y el actual, pero sobre todo, su devenir en el contexto de la economía mexicana. Es decir, marcar los fundamentos del mercado, en cuanto a la movilidad de los capitales a nivel mundial, las concepciones acerca de cómo está sucediendo y algunas de las principales interpretaciones.

De los diversos problemas que presenta el mercado de capitales en México, se visualizó uno general, el cual se considera, desencadena otras complicaciones más específicas y particulares, por ejemplo, en las actividades comerciales y financieras de las empresas que están sosteniendo en buena medida la marcha de la economía nacional, a saber: derivado de la mundialización (globalización) de los mercados y las nuevas normas que propiciaron renovados flujos de capital en las economías, y sobre todo en las denominadas 'emergentes', se planteó el nuevo paradigma de la liberalización financiera, y con ella, particularmente en los mercados bursátiles, donde se manifiesta mejor el intercambio de títulos de largo plazo, su transformación en sitios modernos y coadyuvantes en la transferencia de recursos para los agentes económicos y así, hacer crecer la economía en su conjunto.

Y en efecto, el mercado de capitales en México se fortaleció en los años noventa, gracias a la nueva modalidad de los flujos de capitales que se posesionaron en los mercados accionarios. Esto es, ante un crecimiento inusual del ahorro externo, que se ofreció en nuevas emisiones de deuda y en formas de inversión extranjera directa y de cartera, se vio desbordado en este último instrumento, pero en donde, a la postre, se gestó la crisis financiera de 1995. Por otro lado, el

ahorro interno también inicialmente (1991-1993) estuvo fortalecido por el crecimiento importante de las sociedades de inversión y fondos para el retiro; pero de nuevo, por la crisis, lo logrado se diluyó. Con los cimientos que se lograron a pesar de la crisis, se esperaba que un mercado de valores robusto, y más, un mercado de capitales ya estructurado, se podría retomar el camino para inyectar recursos a la economía; sin embargo, se optó más bien por una escasa emisión de títulos y se orientó más hacia la actividad de la compra-venta de papeles en el mercado secundario, pero incluso, con menores niveles de participación, al presentarse fenómenos de desliste del mercado por parte de las empresas emisoras participantes e insuficiente participación de las sociedades de inversión en este ámbito.

Es precisamente en estos ámbitos que interesó transcurrir en el análisis, esto es, presentar los aspectos teórico-históricos más relevantes y después exponer el problema más importante del mercado de capitales, dentro del contexto del auge financiero, primero destacando los nuevos accesos a los capitales internacionales, y posteriormente, de la crisis financiera que ocurrió en México en 1995, a saber: la escasa participación de este mercado en la formación de ahorro interno, a través del financiamiento directo y creciente hacia los diferentes sectores económicos. Por tanto, una de las conclusiones principales a las que se llega, estriba en que más bien a las emisoras en general, les interesa la reventa de los títulos en el mercado secundario, más que la emisión primaria y por ende, de la obtención de recursos frescos para la inversión en las empresas. También se comprueba que la emisión a largo plazo de obligaciones diversas en el mercado bursátil, ha dejado de ser una práctica común de los corporativos, y que más bien se orientan al mercado externo, para lograr un endeudamiento que a algunas de ellas les ha implicado problemas de pago cuando se enfrentan a reestructuras financieras, o a posibles fusiones o ventas. Dentro de este marco genérico, es que interesa revelar los principales aspectos del mercado de capitales en México, poniendo el acento sobre su evolución reciente y los principales problemas que subyacen en su accionar concreto. Para ello, se hizo necesaria la división del trabajo en cuatro capítulos.

En el primer apartado, se confeccionó una caracterización teórica del funcionamiento del mercado de capitales en general, destacando los puntos clave del entendimiento del mercado, interesando poner en la mesa de discusión, la concepción en boga de uno de los principales críticos (Soros), y a su vez, apologista del mercado de capitales, ya que se ha servido de él eficientemente.

Posteriormente, en la segunda parte, se da cuenta de los sucesos primordiales que han acontecido con relación al mercado de capitales, poniendo principal atención a las vicisitudes experimentadas por los países en desarrollo, y más específicamente los latinoamericanos, antes de la crisis de la deuda externa y los mecanismos que se destacaron como los propulsores de una nueva ruta que tomaron los flujos de capital, siendo particularmente México, quien fue uno de los pioneros en este proceso de renegociación de deuda y uno de los países, que junto con otros denominados emergentes, constituyeran modelos de recepción de capitales externos, precisamente para que se reactivaran sus mercados bursátiles. Interesó a su vez, en este apartado, realizar un breve recuento de lo que se experimentó en materia de liberalización de capitales y la adopción de sus diversas y primordiales formas, poniendo especial atención a los mercados accionarios y de obligaciones, así como las nuevas tendencias.

En el capítulo tercero, se puso atención al devenir del mercado de capitales en México, destacando algunas situaciones de su evolución histórica y de lo más destacado de su funcionamiento reciente. A su vez, interesó contextualizar lo anterior en lo que ha sido la constante en el presente trabajo; es decir, poner de manifiesto la crisis financiera por la que atravesó el país hace una década, hecho que marcó la evolución de la economía en su conjunto, y a su vez, también dio rumbo al objeto de estudio que aquí se presenta. En efecto, identificar en sus principales aristas financieras las dificultades que se tuvieron, permitió desentrañar en qué medida fueron los sesgos de la actividad concreta en el mercado de capitales, y de esta forma, vislumbrar los nuevos caminos que se tomaron en materia de ahorro interno y las nuevas acciones de política económica, las cuáles basadas en una política monetaria restrictiva a ultranza, conllevó a otro problema de falta de realización de los ahorros en inversión

productiva, puesto que los recursos se aíslan cuando sólo pretenden el rendimiento financiero. Es decir, no se les permite llegar a la economía real.

Finalmente, en el capítulo cuarto, se efectúa un ejercicio de las condiciones actuales del mercado de capitales, subrayando los aspectos que se consideran más importantes, resaltando al mismo tiempo lo relacionado con los problemas de operatividad, financiamiento y desincorporación del mercado bursátil por parte de ciertas emisoras y lo que ello ha supuesto en valor de mercado. A la vez que se realiza un análisis de las principales variables del mercado, se intenta efectuar una crítica al sistema actual de desempeño de este ámbito bursátil, dejando de manifiesto que no se ha cumplido cabalmente con sus funciones originarias y que más bien se ha optado por la búsqueda de rendimientos de los títulos en el mercado secundario, más que la emisión en un ambiente de liberalización de los mercados a escala mundial.

En las conclusiones del presente trabajo, se hace un esfuerzo por mostrar una síntesis del mismo y reflejar a la vez, lo más sobresaliente en cuanto a poner en duda el desarrollo y modernidad que nos quieren hacer creer se ha logrado en el mercado de capitales en México, siendo que en éste aún queda mucho por hacer.

I.- Caracterización teórica del funcionamiento del mercado de capitales.

1.1.- Razones fundamentales de la movilidad de los capitales

La movilidad de los capitales a nivel mundial, responde básicamente a los comportamientos de las balanzas de pagos de los diversos países y su interacción, sobre la base de identificar las formas globales de cómo se asignan los montos de ingreso nacional y la suma de los diferentes gastos.

Aquí interesa conocer primeramente, como funcionan los ingresos externos que sirven para equilibrar las balanzas de pagos de las naciones, es decir, los recursos (ahorros) que se hace necesario contratar del exterior para complementar el ahorro interno y así ajustar los niveles de inversión, útiles para que las sociedades y los gobiernos puedan consumir e invertir en productos y servicios, que por añadidura aportarán los elementos que en conjunto coadyuvarán al crecimiento económico.

Por tanto, si se parte de los fundamentos de las teorías de la balanza de pagos, se puede observar que cualquier país que pretenda exportar capitales en sus diversas formas (acciones, bonos, inversión directa), deberá presentar por fuerza, un gasto inferior al ingreso nacional, es decir, los países que presentan un excedente corriente son los que producen más de lo que gastan.¹ Lo contrario, es que los países con déficit corriente, gastan más de lo que producen, lo cual los lleva a importar capitales, incluso en forma creciente en períodos de crisis económicas en general.

En síntesis, un déficit corriente tiene como contrapartida una entrada neta de capitales y un excedente corriente, una salida neta de capitales. Por ende, los movimientos internacionales de capital se vuelven vitales.

Esto inclusive tiene su entendimiento lógico, y se resume de la siguiente manera:

¹ Ideas tomadas de: GUILLÉN Romo, Héctor. "Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina". pp. 501-505.

A partir de la igualdad entre la suma de asignaciones del ingreso nacional ($C+S+T$) y la suma de los diferentes gastos ($C+I+G$), se obtiene:

$$C + S_d + T = C + I_d + G$$

donde: C es el consumo, S_d el ahorro interno, T los impuestos, I_d la inversión interna y G el gasto público.

Ahora, si el ingreso nacional se designa como Y , y el gasto nacional (o absorción) como A , entonces:

$$Y = A$$

Si se quiere pasar a una economía abierta, es necesario agregar las exportaciones y deducir las importaciones:

$$C + S_d + T = C + I_d + G + (X - M)$$

Rescribiendo se tiene:

$$X - M = (C + S_d + T) - (C + I_d + G)$$

$$X - M = Y - A$$

En estas condiciones, se tiene un exceso o insuficiencia de ingreso nacional con relación al gasto nacional, si la balanza corriente es excedentaria o deficitaria:

$$Y > A \Leftrightarrow X > M$$

$$Y < A \Leftrightarrow X < M$$

Si se parte del supuesto de que ($T = G$), se tiene lo siguiente:

$$X - M = S_d - I_d$$

De esto se deduce:

$$S_d > I_d \Leftrightarrow X > M \Leftrightarrow If > 0$$

$$S_d < I_d \Leftrightarrow X < M \Leftrightarrow If < 0$$

Donde: If = inversión en el (o del) extranjero

Adicionalmente, se obtiene que:

$$(S_d - I_d) + (M - X) = G - T$$

Lo que implica que:

$$\text{Un exceso de ahorro interno} + \text{Déficit} = \text{Déficit}$$

$$\text{Sobre la inversión} \quad \text{corriente} \quad \text{presupuestario}$$

Si se rescribe la ecuación anterior, se llega a lo siguiente:

$$(S_d - I_d) - (G - T) = X - M = I_f$$

Se sabe que, una balanza de pagos está lógicamente en equilibrio, por lo que si KE son las entradas de capital y KS las salidas de capital, es posible enriquecer la expresión anterior, adicionándole los movimientos de capital.

$$(S_d - I_d) - (G - T) = X - M = I_f = K_S - K_E$$

Adicionalmente a lo anterior, se tiene que en base a la concepción de René Villarreal², sobre los desequilibrios externos, resalta lo que da en llamar la "brecha de ahorro-inversión" y la "brecha de divisas", definiendo sobre la primera lo relativo a: $I = S + I_f$ que supone una insuficiencia en la capacidad de una economía para disponer de una oferta adecuada de bienes y servicios y así promover el crecimiento económico. Y por eso reitera, que tal brecha es la restricción más recurrente que enfrentan los países en vías de desarrollo o en proceso inicial de industrialización vía sustitución de importaciones, aunque la restricción más severa lo constituya la brecha comercial o de divisas. En síntesis, si el gasto doméstico en bienes y servicios ($C + Y$) es mayor a la producción interna (Y), como también se planteó más arriba, significaría que existe un exceso de inversión (I), sobre el ahorro doméstico (S), es decir, la brecha ahorro-inversión.

Por el lado de la "brecha" de divisas, destaca que: un exceso de importaciones (M) sobre exportaciones (X) daría como resultado la brecha de divisas, equivalente a inversión extranjera y préstamos externos, lo que llevaría a disponer recursos extranjeros para uso doméstico ($-I_f$).

Así, según lo expuesto, el Ahorro tiene que ver con las políticas fiscal y monetaria de un país, al dirigirse el Estado a mantener sanas sus finanzas públicas y emisión de moneda moderada para con ello coadyuvar a aumentar el ahorro interno y reducir así la brecha ahorro-inversión; y desde la perspectiva del desequilibrio externo, se entiende que el ahorro estará formado por la inversión bruta menos la inversión extranjera de largo plazo, para que con ello, según lo visto anteriormente, se compense o financie el crecimiento

² VILLAREAL, René. "La contrarrevolución monetarista: teoría, política económica e ideología del neoliberalismo". pp. 182-192.

económico doméstico. Es decir, en la medida que sea mayor la inversión interna que la externa, se estará hablando de un nivel determinado de ahorro, útil para destinarlo, por ejemplo, a obras de beneficio social.

En ese sentido se está hablando de que, por un lado, se tiene ahorro interno generado por el ingreso menos el consumo, según la descripción teórica que se hizo al inicio, o sea, según la función del Consumo y el Ahorro. Y por otro lado, la formación del ahorro interno integrado por la inversión doméstica menos la inversión que proviene del exterior, bajo la óptica de la brecha de ahorro-inversión, entendiéndose aquí que el ahorro está ligado a la inversión interna del país, así como del consumo, pero introduciendo los elementos externos (X, M), siendo esta brecha de divisas, la que ofrecerá el nivel de inversión extranjera que se requerirá para financiar el ahorro interno.

Pero insistiendo en esta última cuestión, se deberá preguntar cuáles son las principales formas de inversión y de endeudamiento financieros, que se requieren para lograr un sano equilibrio en la balanza de pagos, que como se observó, es el elemento que revela en qué medida se está comportando un país en su economía interna y por consecuencia en lo externo.

El caso de la deuda externa, es un problema que han enfrentado casi todos los países, preponderantemente los llamados subdesarrollados o en vías de desarrollo, al contratar deuda a través de préstamos bancarios y de organismos, siendo estos últimos (FMI y Banco Mundial), los que han tomado un papel relevante.

Así, por su parte los bancos comerciales ofrecen servicios que van desde los financiamientos para el comercio exterior, la suscripción de bonos y acciones, préstamos en divisas y todo lo relativo a la asesoría y operación para realizar en último término, la contratación de deuda. Particularmente en el mercado de la deuda externa, aunque reviste particular importancia, en este estudio interesa centrarse en los aspectos que implican las formas de colocación de deuda, pero de aquellas que impactan a los mercados de capitales a nivel genérico, obviamente que aparecerá en el análisis lo referente a los niveles de endeudamiento bancario.

1.2.- Funcionamiento del mercado de capitales

Si se habla de los requerimientos del capital externo para poder ajustar los requerimientos de gasto e inversión que tiene un país, entonces habrá que distinguir fundamentalmente la inversión a más largo plazo, que es la que conviene más, debido a que permite madurar los proyectos para empresas y gobiernos, y por consecuencia, se tiene más oportunidad para los pagos correspondientes. Y si se consideran los tiempos recientes, habrá que suponer también que los inversionistas estarán buscando permanentemente reducir los riesgos financieros, ante lo que optarán por diversificar sus carteras de inversión a nivel internacional.

De este modo, los mercados de capitales proveen de los recursos (ahorros) que necesitan los países en general, a través de colocación de acciones, de bonos, y en los últimos años, de fondos de inversión internacionales. Pero también internamente, cada país ha impulsado sus propios mercados de capitales, en esos sentidos, para generar parte del ahorro interno que se requiere para los distintos proyectos de inversión de las empresas y por consecuencia, para el fortalecimiento de sus economías en general.

Sobre el mercado de capitales, es importante hacer un breve recuento de su funcionamiento, desde la visión de algunas de las principales corrientes teóricas.

Una de las teorías que hablan de los puntos clave que debe contener el funcionamiento de cualquier mercado de capitales, es la de Markowitz (1952)³, la cual se centra en la necesidad de la diversificación de la tenencia de valores, para con ello reducir los riesgos financieros que supone, para así obtener los niveles de rendimiento más elevados. Dicho entendimiento, se patentizó como la conocida Teoría del Mercado de Capital (TMC), la cual puede resumirse como sigue:

- El centro de la TEORIA DEL MERCADO DE CAPITAL (TMC), es la relación entre el RENDIMIENTO ESPERADO y el RIESGO, lo que lleva al entendimiento de la TEORIA MODERNA DE LA CARTERA.

³ KITCHEN, Richard L. "El financiamiento de los países en desarrollo". Ideas tomadas del resumen realizado de las pp. 33-83.

- Trabajos posteriores dividieron el riesgo total en:
 - o Riesgo sistemático o de mercado (que no se reduce vía la diversificación)
 - o Riesgo no sistemático (que puede eliminarse con la diversificación)
- Así, el rendimiento esperado de una cartera diversificada depende del nivel de riesgo aceptado de mercado. Por ello, es importante el rendimiento exento de riesgo.
- Por ejemplo, valores del gobierno a plazo son LIBRES DE RIESGO, ya que existe demasiada confianza de que el gobierno cumple con su obligación de pagar al vencimiento.
- Los rendimientos más altos se obtienen de instrumentos a más largo plazo (bonos del gobierno a 5, 10 o hasta 30 años).
- La TMC vincula un RENDIMIENTO ESPERADO POR EL INVERSIONISTA CON EL RIESGO DE LA INVERSIÓN.
- Así, con riesgo nulo, un inversionista obtiene la tasa de rendimiento libre de riesgo; asume más riesgos, y por consiguiente, su tasa exigida de rendimiento será más alta.
- La TMC implica:
 - o Mercado de instrumentos negociables (participantes de capital, bonos y letras) de largo y corto plazos.
 - o Instrumentos no negociables (depósitos bancarios, con orientación de inversiones financieras alternativas de acciones y bonos).
 - o Todos los instrumentos de inversión "arriesgada" (oro, tierra, sellos, pinturas, vinos).
- Las ACCIONES son los activos principales de una empresa, cuyo precio representa el valor que el mercado le asigna.
- La inversión de cartera es una alternativa a las inversiones físicas.
- La emisión de valores y bonos, es el medio para financiar inversiones físicas.

Así, la TMC es importante para la toma de decisiones en la inversión de capital por los sectores público y privado, y es una alternativa para tomar en cuenta el riesgo, el análisis de sensibilidad y efectuar simulaciones de sucesos concretos. No obstante, la TMC se formuló para los mercados de capital de los países desarrollados y no es trasladable a los países en desarrollo.

1.3.-Principales aspectos de la operación de mercado de capitales

En un mercado de capital mundialmente integrado, el inversionista no requiere limitar la elección de la cartera a valores locales, ya que con la integración mundial de los mercados, puede optar por diversificar en el exterior sus carteras de inversión y lograr así mayores beneficios. Lo que ha respondido a tres tendencias del mundo contemporáneo de los negocios:⁴

- precios de los activos de capital
- inversión corporativa
- y decisiones financieras

Y quienes han implementado esta visión, son los inversionistas institucionales, quienes practican la diversificación invirtiendo internacionalmente, debido a que poseen grandes cantidades de capital, proveniente de lo recaudado de las entidades superavitarias de recursos y por lo tanto, prevén invertir las en los diferentes mercados (dinero de corto plazo, o capital de largo plazo).

1.3.1.- Diversificación del riesgo global: inversión internacional

El argumento de la diversificación de la inversión internacional, es que se protege mejor de los riesgos a nivel local, y más cuando existe aversión al riesgo. Pero el grado en que se reduce el riesgo, depende en gran parte de la correlación que tengan los valores individuales que forman parte de la cartera dentro de los mercados bursátiles. Así, cuando menos correlacionados estén, menor es el riesgo que presenta la cartera. [$Cor_A < Cor_B \Rightarrow <Risk$]

Por ejemplo, si se tiene una cartera con dos acciones y sus rendimientos particulares presentan una correlación positiva elevada, la posibilidad de reducir el riesgo será mínima. [$Cor_A > Cor_B \Rightarrow >Risk$] Pero si no hay

⁴ De aquí en adelante, son ideas resumidas de: EITEMAN, David K. - STONEHILL, Arthur I. "Las finanzas de las empresas multinacionales", pp. 373-380.

correlación, la reducción del riesgo de la cartera será visible. Esto indica que si los rendimientos sobre los valores muestran una correlación positiva más baja entre países que dentro de un país, las ganancias en relación con la reducción del riesgo resultarán de la diversificación internacional.

Lo que habla de una reducción importante del riesgo, vía la diversificación internacional, lo que muestra que los países tienen políticas independientes (monetaria, fiscal y cambiaria), dotación de recursos naturales diferentes, bases industriales divergentes y ciclos económicos asincrónicos.

Así, a medida que el inversionista aumenta el número de valores de una cartera, el riesgo disminuye rápidamente primero, y después se aproxima al riesgo sistemático del mercado, el cual mide el nivel de riesgo no diversificable de una economía. Esto significa que una cartera internacional completamente diversificada, tendría menos de la mitad del riesgo, que una totalmente diversificada dentro de un país.

De este modo, debe entenderse que una porción significativa del **riesgo sistemático** (*Beta*), por ejemplo en un país desarrollado, es diversificable en el marco de una cartera internacional. Y se sabe que tiene un riesgo promedio del 12%, comparado con una acción individual.⁵

1.3.2.- Riesgo y rendimiento en los mercados de valores:

Los inversionistas tomarán en cuenta los rendimientos, aparte del riesgo, para una decisión de inversión. Por tanto, se deben evaluar los **riesgos/rendimientos** de los principales mercados accionarios (por valor de capitalización), a través de: rendimiento promedio, desviación estándar (DS) del rendimiento como medida de riesgo total, el riesgo sistemático, representado por la **Beta**, que representa la volatilidad promedio del título con respecto a una variación del rendimiento del mercado (coeficiente de volatilidad), o sea, el riesgo sistemático, o la parte no diversificable del índice de cada mercado nacional de acciones; y la medida de rendimiento Sharpe

⁵ EITEMAN, David K. - STONEHILL, Arthur I. Op. Cit. pp. 261-265

(SHP) (rendimiento adicional promedio, por arriba de la tasa libre de riesgo por DS).⁶

1.3.3.- Selección de una cartera internacional óptima:

Los inversionistas, haciendo un análisis de cartera, tratarán de maximizar las utilidades identificando una cartera "óptima", es decir, "que tenga entre todas las carteras posibles, la mayor proporción de rendimiento adicional (por encima de la tasa libre de riesgo) con relación al riesgo". Ya identificando la cartera óptima, los inversionistas tomarán entre la cartera óptima y los activos libres de riesgo, para alcanzar la combinación deseada de riesgo y rendimiento.

La composición de una cartera internacional óptima para un universo de 15 países desarrollados, se basó en los siguientes supuestos:

- Los inversionistas pueden recibir o dar préstamos a la tasa de interés libre de riesgo del 5%
- Utilizan sus monedas para medir el rendimiento
- No les está permitido vender exceso de acciones (no pueden tener cantidades negativas de acciones)
- Se diversifican internacionalmente al invertir en índices de las bolsas de valores nacionales, en lugar de acciones individuales.

En general, la cartera óptima varía notablemente en función de la nacionalidad de los inversionistas, lo que refleja que éstos utilizan diferentes monedas para medir el rendimiento de los títulos-valores.

Después, se podrá comparar la eficiencia riesgo/rendimiento de la cartera internacional óptima, con la cartera doméstica, y saber las ganancias en eficiencia de la diversificación internacional desde la óptica de cada inversionista nacional.

De este modo, si SHP (IP) muestra el tamaño entre el rendimiento adicional y la desviación estándar de la cartera internacional y SHP (DP) es el mismo tamaño para la cartera interna:

⁶ Cabe recordar que ciertamente existen otras referencias más detalladas del tema tratado. Por ejemplo, se puede consultar a: DIEZ DE CASTRO, Luis Y MASCAREÑAS, Juan. "Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales". pp. 91-119.

$$SHP(IP) = (R_{IP} - R_f) / D_{IP}$$

$$\therefore SHP(DP) = (R_{DP} - R_f) / D_{DP}$$

Donde:

R_{IP} = rendimiento esperado de la cartera internacional

R_{DP} = rendimiento esperado de la cartera nacional

R_f = tipo de interés libre de riesgo

D_{IP} = desviación estándar de rendimientos de la cartera internacional

D_{DP} = desviación estándar de rendimientos de la cartera nacional

Por tanto, la eficiencia que se obtiene vía la diversificación internacional, se puede medir a través del diferencial **$SHP = SHP(IP) - SHP(DP)$** . Este diferencial, mide el rendimiento medio por unidad de desviación estándar, dado por la posesión de cartera internacional óptima, en lugar de la doméstica (Ver Anexo Estadístico A, cuadros del 12A al 15A).

Si el resultado del SHP es positivo, significa que cada inversionista nacional, puede beneficiarse potencialmente de la diversificación internacional. Se puede observar también, que el mercado accionario de países desarrollados, ganan más con la diversificación internacional, ya que casi duplican su rendimiento nacional a diferencia del rendimiento internacional.

1.3.4.- Rendimientos de los fondos de inversión internacionales.

Hay dos aspectos que los inversionistas deben considerar para la diversificación internacional de las carteras:

- Invertir en valores extranjeros, en función de la evaluación de los títulos (riesgo/rendimiento). Ello implicará gastos en información y operación, así como el análisis cotidiano de los títulos para tener balanceadas las carteras.
- Invertir en fondos de inversión internacionales, reduciendo costos por información y operación, y beneficiarse de la administración profesional.

Para muchos inversionistas, los fondos de inversión son los únicos medios prácticos para la diversificación en valores extranjeros.

Existen tres tipos de fondos: del país, internacionales y globales. En el fondo país, se invierte sólo en valores de un país; en el fondo internacional, se

invierte por lo menos el 50% del total de activos de los inversionistas en mercados extranjeros; y por su lado, en los fondos globales, la proporción debe ser como máximo del 25%.

En Estados Unidos hay alrededor de 50 fondos de inversión, que invierten una proporción relevante de sus activos en mercados extranjeros. Ejemplos de algunos fondos:

- **Fondos del país.-** Fondo de Japón, Fondo de Australia, Fondo de México, Fondo de Italia, Fondo de Canadá, Fondo de Corea.
- **Fondos globales.-** Templeton World, New Perspective, Oppenheimer A.I.M., Templeton Growth, Pru-Bache Global, Putnam International.
- **Fondos internacionales.-** Fidelity Overseas, Scudder International, Kemper International, T. Rowe Price International, Merrill Lynch Pacific, Templeton Foreign.

Habrá que destacar que los inversionistas que ven estudios concernientes a carteras internacionales óptimas, en función de índices de las bolsas de valores nacionales, pocas veces les harán caso, ya que preferirán destinar sus activos hacia fondos de inversión internacionales, y el rendimiento de éstos, les permitirá conocer efectivamente las utilidades de la diversificación internacional.

Sobre este último aspecto, se puede destacar que aunque, en efecto, los mercados de capital en países en desarrollo ha discurrido por dispares caminos de desenvolvimiento, también existen elementos a considerar para entender su funcionamiento y los pasos que han tenido que tomar. Y en este caso, se debe considerar los diversos grados de eficiencia que presentan los mercados de valores de cada país. Así, en diversos estudios⁷, se ha detectado que los mercados de Nueva York, Londres y Tokio, son razonablemente eficientes, aunque se considera al de Nueva York el mejor.

Pero, ningún mercado será perfectamente eficiente, y los mercados de valores se jerarquizan según su grado de eficiencia. Pero ¿qué importante es ser

⁷ KITCHEN, Richard L. Op. Cit. pp. 60-65.

eficiente? y ¿hasta que punto la TMC opera ante diferentes grados de ineficiencia? Estas preguntas son importantes para evaluar la aplicabilidad de la TMC en los países en desarrollo, donde los mercados son escasos y menos deficientes que los señalados arriba.

Las evidencias muestran que los países en desarrollo, con mercados de valores, abarcan 50% de la población del mundo en desarrollo y más del 60% del PIB (si se excluye a China, ambas proporciones superan el 70%).

No obstante, persisten cinco tipos de ineficiencia en estos mercados:

- 1) Tamaño pequeño, con pocos participantes, lo que no asegura la competencia; así como obligaciones insuficientes para lograr carteras diversificadas.**
- 2) Inadecuada regulación del mercado y de los estándares de la información de las empresas.**
- 3) Varias preferencias de riesgo y percepciones de los inversionistas (rasgo de mercados nuevos).**
- 4) Pobreza en comunicaciones, lo que hace que unos tengan mayores ventajas. Altos costos de información.**
- 5) Ausencia de analistas competentes, con expectativas discrepantes sobre el mercado (altos costos de operación).**

Esto genera y hace que prevalezcan las negociaciones directas entre instituciones, de éstas con inversionistas individuales y entre éstos. Y que no existen corredores de bolsa, ni intermediarios. Es decir, NO HAY PROMOTORES DE MERCADO (se carece de información propia de un mercado organizado).

La historia más o menos reciente de los mercados de capitales en los países en desarrollo, indica prácticamente todas las deficiencias acotadas anteriormente, pero destacando el hecho de que la diferencia principal con el mundo desarrollado de Occidente, estriba en que el mercado bursátil se basó en los sectores de la comunicación y los servicios, siendo que en los primeros países dichos sectores los controlaba o detentaba el Estado. Por tanto, el volumen de transacciones era débil. Así, con relación al PIB apenas alcanzaba el 1% (con

excepción de Taiwán, Singapur, Corea del Sur y Brasil), en tanto que en los desarrollados alcanzaba el 10%.⁸

Ante esta situación, se pueden identificar beneficios y aspectos negativos que se ofrece a los gobiernos para la emisión de bonos y la captación de capital, y su utilidad está en función del buen uso de esos recursos y el hecho de "no expulsar" al sector privado, al restringirle capital fresco de los países en desarrollo. Así, los aspectos positivos, son:

- Ofrecer a ahorradores e instituciones financieras una salida posterior para sus fondos (la inversión en activos del gobierno se hace en instrumentos riesgosos).
- Permitir que los inversionistas escojan la cartera que otorga la combinación riesgo/rendimiento de sus preferencias.
- Hacer posible diversificar sus inversiones y reducir el riesgo.
- Al ofrecer varios rendimientos, es importante para los inversionistas que sólo buscan depositar y recibir intereses a tasas bajas y reprimidas, por lo que fomenta el ahorro y la movilización de fondos.
- Y si el mercado secundario es vigoroso, puede ser un mercado más líquido comparado con las inversiones en oro y los inmuebles.
- Ofrece una jerarquía de tasas de rendimiento y de costo de capital (entre activos netos, bonos corporativos y valores gubernamentales).

Sin embargo, los principales factores que indican desventajas del uso de los mercados accionarios, consisten en que:

⁸ Los mercados de capital no se desarrollaron, fundamentalmente debido a los siguientes factores:

- Altos niveles de inflación.
- Control de tasas de interés (bajas tasas)
- Mala administración.
- Propiedad de bancos por empresas en áreas clave.
- Falta de intermediarios no bancarios.
- Inexistencia de mercados secundarios.
- Falta de legislación.
- Bajos dividendos.
- Bancos de desarrollo.
- Impuestos sobre capital accionario.

Ideas extraídas de: FRY, Maxwell J. "Dinero, interés y banca en el desarrollo económico". pp. 318-319.

- Fomentan la desigual distribución de la riqueza, cuando los adinerados invierten sólo con el fin de aumentar su riqueza ("especuladores" y "capitalistas").
- Los mercados de valores pueden alentar la especulación temeraria (de individuos e instituciones), pudiendo conducirlos a la ruina y afectando a la economía nacional.
- Pueden convertirse en oportunidades para actividades deshonestas, llevando a conflicto de intereses, manipulación del mercado, ventajas en información, circulación de tendencias falsas, venta de valores sobrevaluados o sin valor.
- Aunque pueden asignar fondos a las distintas actividades productivas, no las más importantes y necesitadas de recursos se ven beneficiadas. Ya que los mercados y precios están distorsionados en muchos países en desarrollo, lo que puede llevar a un deterioro en vez de una mejoría.

Este tipo de mercado puede convertirse en un precursor de mercado paralelo, o ser un "promotor de mercado" (hacedor de mercado), el cual opera las actividades de intermediario y corredor. Este actúa como comitente, es decir, puede vender y comprar acciones para otros, y así concentrando negocios de compradores y vendedores, por ello, requiere de capital suficiente para hacer frente a transacciones diversas. En condiciones normales, es recomendable un número variado de promotores, pero en países en desarrollo, puede ser suficiente un sólo promotor de mercado.

Por tal motivo, los países que disponen de un mercado de ventanilla (parecido al mercado *over the counter*, o *de común acuerdo*), pueden hacer transacciones con acciones de empresas pequeñas que por lo mismo no pueden calificar para entrar en la bolsa de valores. Y este puede ser el escalón para una cotización completa de mercado. El ejemplo del NASDAQ (Asociación Nacional de Negociantes de Obligaciones con Cotización Automática) que compite con la Bolsa de Valores de Nueva York, en cuanto al número de compañías cotizadas y de operaciones es el más ilustrativo.

En ese sentido, un banco de desarrollo en los países en desarrollo, sería el equivalente a un promotor de mercado, para fomentar a los mercados de valores y mantener una cartera importante de acciones en las empresas. El peligro que puede aparecer en estos bancos, es que logren empujar las acciones "flojas" hacia los clientes, siendo necesario contar con salvaguardas para protegerlos de un posible conflicto de intereses, por lo que es recomendable, a su vez, que las operaciones las realice una compañía separada con fideicomisarios independientes (para así evitar el "riesgo moral"). Por tanto, un activo mercado de ventanilla puede ofrecer una valiosa fuente de capital para las empresas pequeñas que pretendan crecer. No obstante, se deberá contar al mismo tiempo con un mínimo de "regulación".

Por otro lado, habría que evaluar si la inversión de cartera en los mercados de obligaciones de los países en desarrollo, puede ser un método atractivo para allegarse capital de activos extranjeros de inversionistas no bancarios. Por lo regular, este tipo de inversión es útil para las empresas, ya que permite incrementar su capital y reducir su proporción de deuda con respecto a los activos. No obstante, las limitaciones estriban en que este tipo de inversión sería fácil de retirar, lo que hace volátil la fuente de capital. Una posible solución, es que se determinen períodos mínimos de inversión (de 3 años por ejemplo), aunque ello podría desalentar a algunos inversionistas.⁹

Además, se tendría que considerar que en los países en desarrollo, la conexión con la modernización de los mercados financieros internacionales, se pudo lograr necesariamente con reformas internas de sus estructuras financieras, pero sobre todo, de reformas sustanciales a las políticas económicas instrumentadas en el pasado reciente. Es decir, ante programas de estabilización económica, los prestamistas extranjeros respondían "aprovechando la situación e incrementar sus derechos sobre la economía recién liberalizada (inundando de capital a la economía en su conjunto)"¹⁰.

⁹ KITCHEN, Richard L. Op. Cit. pp. 201-210.

¹⁰ MC KINNON, Ronald I. "Los mercados de capitales internacionales: la liberalización económica y el síndrome de la solicitud excesiva de préstamos". En "Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina". Catherine Mansell, compiladora. pp. 233-240.

Significando que a las tasas de interés se les eliminaban techos de rendimiento, haciéndolas más competitivas con el exterior.

Sin embargo, también se aduce que el mercado de capitales así liberalizado, está en peligro de fallar por lo siguiente:

- Que las expectativas de rentabilidad futura no se concreten.
- Que se proyecten tipos de cambio y tasas de interés a un futuro indefinido.
- Por ende, tanto prestamistas como prestatarios tienen una visión corta de la realidad, al no contemplar lo que pasaría si todos transfirieran capitales al mismo tiempo.
- Entre mayores sean las entradas de capital, tiende a apreciarse el tipo de cambio, presionando el valor de las exportaciones.
- Y el problema se agudiza más, con financiamientos que aparentemente son de largo plazo, pero que por lo general en la práctica son a plazos cortos.
- Cabe recordar que entre las décadas de los setenta y los ochenta, la curva ascendente de oferta de financiamiento (principalmente en países en desarrollo como se verá más adelante), no reflejó a los prestatarios privados individuales en términos reales, ya que la enorme acumulación de deuda externa obligaba a los países a ofrecer garantías gubernamentales, lo que dejaba solicitar préstamos a tasas casi uniformes.
- Cuando se presenta un desmedido sobreendeudamiento de prestatarios privados en el mercado de capitales, con sistemas financieros reprimidos.
- Cuando la inflación es creciente y persistente, lo cual propicia que el margen entre las tasas internas de depósitos y préstamos se incremente.

En resumen, sobre esta parte, al combinarse distorsiones financieras con miopía sobre la rentabilidad futura de la economía, las entradas de capital alentadas por prestamistas privados, se magnifican sobremanera cuando se presenta una liberalización financiera parcial.

De este modo, según Mc'Kinnon, las reformas al mercado internacional de capitales deben contener elementos que incluso han sido considerados como anaacrónicos o fuera de tiempo, como es el formato que presentaba el mercado de capitales en países menos desarrollados a finales del siglo XIX, por ejemplo, de financiar proyectos reales de desarrollo a largo plazo, como lo representó la construcción de vías férreas (cuando se emitieron bonos en Londres); desarrollos agropecuarios (los que se financiaron con flotación de acciones); y si se dieran quiebras eventuales, se sacaría de la jugada a tenedores de bonos, sin poner en riesgo la solvencia de algún banco; y el papel de los bancos comerciales, se basaría en otorgar capital de riesgo a los proyectos de inversión en el extranjero, ante la suscripción de bonos o la flotación de acciones.

Y esto se podría dar, si:

- Se eliminaran gradualmente las garantías oficiales de créditos privados.
- Se limitara el seguro de depósitos.
- Las actividades de los bancos comerciales fueran equilibradas con reservas internacionales, para evitar riesgos crediticios y limitaciones de capital para préstamos a un sólo prestatario.
- Los bancos comerciales fueran tan sólo los custodios de la oferta nacional de dinero y del mecanismo de pagos internacional, sin participar en el negocio de los préstamos de largo plazo y por consecuencia de alto riesgo.

1.4.- Crisis en el capitalismo y crisis en los mercados de capitales

Como prácticamente todos los mercados forman parte del sistema capitalista, la libre circulación de mercancías y de capitales se ven afectados, y más cuando influye claramente el mercado financiero, al no prever un establecimiento del capital, sino a su circulación por el mundo.¹¹ Los productos que se generan para la reproducción del sistema mismo, es a través de: créditos, inversión de cartera, o vía empresas multinacionales.

Con la apertura de los mercados de capitales, en el mundo desarrollado y los países periféricos, se mantiene una eficiente absorción de los capitales por gran parte de los actores económicos.

Salen a la luz deficiencias del sistema bancario internacional, que antes no se pensaba que aparecieran, a saber: operaciones de cobertura de riesgos con derivados (opciones y permutas (swaps)), que no se reflejan en los balances de los bancos. Lo que explica dicha situación, se basa en la esencia del funcionamiento del mercado de derivados, en donde el valor de las cantidades subyacentes se convierte en un gran múltiplo del capital empleado en un negocio, es decir, se tiene un solo subyacente con varios intermediarios, los que a su vez tienen una obligación con sus contrapartes, sin saber quienes son. Es por tal motivo que el sistema bancario entra en crisis, debido a que los bancos incumplen sus obligaciones de pago, teniendo que ser liquidadas algunas instituciones. Del mismo modo, los arbitrajistas observan pérdidas importantes, cuando cambian un derivado por otro (sin respaldo).

Se tiene la creencia de que los mercados financieros, ante situaciones de crisis, pueden, por sí mismos, volver al equilibrio original, pero esto es falso, puesto que tienden a los excesos en una ola expansiva, pero en una depresión, se comprueba la nula vuelta al punto de arranque. Más bien, dice Soros, los mercados financieros se convierten en "bolas de demolición" que golpean a una economía tras otra.

¹¹ A continuación se presenta un resumen comentado de: SOROS, George. "La crisis del capitalismo global". pp. 11-31.

También se habla de 'disciplina de mercado', pero lo que hace falta es un 'mantenimiento de la estabilidad de los mercados', lo cual debiera ser el objetivo de la política pública. Ya que se tiene la experiencia del fracaso de las políticas de intervención del FMI, por lo que su misión y sus métodos de funcionamiento deben ser modificados y pensar en otro tipo de instituciones mundiales (como el caso de una Corporación Internacional de Seguro del Crédito), y supervisión en el sistema bancario mundial y el funcionamiento de los mercados de swaps y de instrumentos derivados.

Pero, qué es una sociedad abierta global? Se caracteriza por la libre circulación de bienes y servicios, pero con mayor énfasis en la libre circulación de capitales, lo que a su vez implica que los tipos de interés, tipos de cambio y los precios de las acciones en diversos países, estén estrechamente interrelacionados, y por consecuencia, ejerzan una influencia importante en las economías en su conjunto. Por tanto, se habla de un capitalismo global.

Así, el capital financiero tiene un lugar prominente en la escena mundial, al desarrollarse más y tener una movilidad dinámica, debido a que los países lo pretenden para así obtener recompensas jugosas.

Pero, este capital financiero, no ha coincidido con el desarrollo de una sociedad global. Es decir, la unidad básica de la vida política y social sigue siendo el Estado-nación.

- El derecho internacional y las instituciones, carecen de fuerza para impedir las guerras en el mundo y de contener los abusos a los derechos humanos. Asimismo, las amenazas ecológicas no se afrontan adecuadamente. Y también, los mercados financieros globales están fuera del control de las instituciones internacionales.
- Los mercados financieros son inestables y no pueden de forma simplista resolver los problemas sociales, sólo con enunciar las fuerzas del libre mercado.
- Por otro lado, se tiene la certeza de que los mercados se autocorrijen, y que por consecuencia, una economía global puede prosperar sin necesidad de una sociedad global. Esto es, para

proteger el interés común, cada ente individual tendrá que proteger su interés, ya que las decisiones colectivas afectan los mecanismos del mercado, llevando al LIBERALISMO (o, para este autor, al FUNDAMENTALISMO DEL MERCADO).

- o Y es precisamente este fundamentalismo, quien hace que el capitalismo carezca de solidez y sea insostenible (un ejemplo de ello, fue la llegada al poder de Margaret Thatcher y Ronald Reagan, convirtiéndose en la ideología dominante).

- Potencias imperiales (Gran Bretaña, obteniendo los beneficios más cuantiosos)
- Moneda internacional única en forma de oro (en la actualidad hay tres: dólar, euro y yen).
- Valores que combinaban la fe y la razón y el respeto por la ciencia con la tradición ética judeocristiana.

Es decir, los valores monetarios y los mercados transnacionales, no ofrecen una base para la cohesión social.

- Por tanto, el sistema capitalista es una forma distorsionada de sociedad abierta, y sus excesos podrían corregirse si se comprendieran mejor los principios de la sociedad abierta y obtuvieran un respaldo más amplio.

Karl Popper fue quien acuñó el término de sociedad abierta, la cual estuvo amenazada por regímenes totalitarios, como el nazismo y el socialismo soviético, que a través del poder del Estado pretendieron imponer su voluntad al pueblo. Cuando estos fenómenos pasaron, emergió el capitalismo global, pero que con su dependencia del mercado, REPRESENTA UN TIPO DISTINTO DE PELIGRO para la sociedad abierta. Es decir, es una amenaza mayor que cualquier ideología totalitaria.

Pero cómo puede afectar el fundamentalismo del mercado a la sociedad abierta? AL MALINTERPRETAR EL FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS Y ENCOMENDARLES UN PAPEL DEMASIADO IMPORTANTE. Y esto se explica por dos situaciones:

- ◆ Los defectos del mecanismo del mercado: inestabilidades incorporadas a los mercados financieros.
- ◆ Deficiencias en el “no mercado”, que conlleva al FRACASO DE LA POLÍTICA Y LA EROSIÓN DE LOS VALORES MORALES (a nivel nacional e internacional y más omnipresentes y debilitadores del fracaso del mecanismo del mercado)

“Uno de los grandes defectos del sistema de capitalismo global, es que ha permitido que el mecanismo del mercado y el afán de lucro, penetren la esfera de actividad que no les son propias”.

Inestabilidad del sistema capitalista global:

- ◆ Los fundamentalistas creen que los mercados financieros tienden al equilibrio (como en la Física).
- ◆ Pero estos mercados intentan predecir el futuro basado en las decisiones que las personas toman en el presente, en lugar de reflejar la realidad. Es decir, entender una “conexión bidireccional” entre decisiones actuales y futuras (REFLEXIVIDAD).
- ◆ El ser humano responde a fuerzas económicas, sociales y políticas de su entorno. Y entre lo que esperan y lo que sucede en la realidad, es básico para comprender todos los fenómenos económicos, sociales y políticos.
- ◆ Los actores del mercado, deben formular juicios (reflexividad) sobre el futuro y el sesgo que incorporarán, incidirá en el resultado.
- ◆ Por tanto, el concepto de reflexividad es más importante para los mercados financieros, que el concepto de equilibrio, ya que los actores, en lugar de iniciar con un conocimiento, lo hacen con un sesgo (o la reflexividad puede ayudar a corregir el sesgo).

El fundamentalismo del mercado, por tanto, pretende abolir la toma de decisiones colectivas e imponer la supremacía de los valores del mercado sobre todos los valores políticos y sociales. Más bien lo que se requiere, es un

EQUILIBRIO CORRECTO ENTRE LA POLÍTICA Y LOS MERCADOS, entre la elaboración de las reglas y su acatamiento, anteponiendo siempre el interés común.

La teoría económica clásica, se basaba en el "conocimiento perfecto" y en el "concepto de equilibrio". No obstante, con el desarrollo de los mercados financieros, se debe introducir el término "sesgo", que persiste en las expectativas de los actores del mercado, es decir, "le ponen un valor actual al curso futuro de los acontecimientos", lo que implica que se supeditan a los demás actores del mercado.¹²

Su carácter (del "sesgo") no es pasivo, ya que puede afectar efectivamente los acontecimientos.

Por ende, falta este componente en el "concepto de equilibrio" de la teoría económica. Aunque no es fácil emplearlo adecuadamente.

O sea, la realidad de los hechos podrá diferir de las expectativas creadas, y será precisamente esa diferencia la precursora del "sesgo".

De este modo, la comprensión de este fenómeno en economía, "es la clave para comprender los mercados financieros".

Para identificar el "sesgo", es necesaria otra variable que no esté contaminada por él: los fundamentos que los precios reflejan en los mercados, pero específicamente en el MERCADO BURSÁTIL:

- Equilibrio: correspondencia entre las ideas de los actores y los principios fundamentales.
- Los principios que interesan están en el futuro, no son los beneficios, los balances y los dividendos del último año lo que los precios de las acciones reflejan, sino la corriente futura de beneficios, dividendos y valores de activos.
- Esta corriente no está dada, sino que sale de la "conjetura".
- Y lo importante será que ese "futuro", cuando llegue, se haya visto influido por la "conjetura", y se expresa vía los precios de las acciones, los que afectan a los principios fundamentales. (y esto, por cierto, también se aplica a otros mercados)

¹² SOROS, George. Op. Cit.. pp. 81-92.

Por ejemplo:

- Una empresa recauda dinero vendiendo acciones.
- El precio de venta influirá en los beneficios por acción.
- El precio influye en los términos en que se endeudará la empresa.
- La empresa puede emitir opciones.
- La imagen de la empresa está representada por el precio de sus acciones.
- Pero aquí el equilibrio se torna engañoso, ya que los principios fundamentales no ofrecen una variable independiente con la que el precio pueda corresponderse.
- Por tanto, el equilibrio es un blanco móvil, ya que aparecen los "sesgos" que mueven los precios en la dirección que lo hacen las acciones.
- Así, el futuro que los actores intentan prever, es el del precio de las acciones, y no los "principios fundamentales". Y sólo importan cuando afectan los precios de las acciones.
- Cuando los precios afectan a los fundamentos, se activa un autorreforzamiento que puede afectar el equilibrio convencional de los precios de las acciones.
- O sea, se da una divergencia entre la imagen y realidad, expectativas y resultados, que se hacen insostenibles y el proceso se invierte.
- El comportamiento "seguidista" no es necesariamente irracional, es inclusive necesario.
- Pero sólo en los puntos de inflexión, los seguidistas caen mal parados, y sólo sobrevivirán si están alertas. Igual les pasaría a los inversionistas solitarios, que invierten su fortuna y pueden ser arrollados por la manada.
- Sólo eventualmente, el precio de las acciones de una compañía puede afectar sus propios fundamentos. Cuando se dan

procesos "endémicos" en los mercados financieros de manera persistente y no son una excepción, habrá que documentarlos.

El entendimiento de la movilidad de los capitales a niveles teóricos, el funcionamiento de los mercados de capitales y las principales características de operación, que supone conocer algunos de los detalles más relevantes, como son los riesgos y la conformación de las carteras y las distintas formas de consolidación del capital de largo plazo, también lleva a reparar en las repercusiones que a nivel conceptual se están generando y presentando en el mundo contemporáneo.

Los acontecimientos (hechos históricos) sobre los que se conforman las ideas y las formas de interpretación de lo señalado anteriormente, conducen necesariamente a la interpretación del funcionamiento de los mercados de capitales en el mundo, y se orientan precisamente en las crisis, que sin remedio, se manifiestan en el terreno real, y que inclusive son interpretadas por quienes son los principales actores (Soros). Interpretar las crisis financieras, lleva a dilucidar que el mismo sistema capitalista se está desmoronando y que su sostenimiento actual, interpretado como: economía global y nueva economía, que ha dado el acento al desarrollo de nuevas tecnologías (léase Internet) y su desenvolvimiento sobre un transformado y dinámico mercado de capitales a nivel mundial, que apoyó y empujó hacia niveles nunca vistos, se agotó, como se verá más adelante con un escenario cuantitativo e histórico.

Así, se confirma la máxima teórica, cuya interpretación apunta hacia lo siguiente: los excesos de capitales en el mundo, sin reglas prudenciales, son más dañinos que benignos, y más, cuando las razones económicas de libre mercado exacerbado (que no reparan en los sesgos y acontecimientos futuros reales) se antepone a los intereses globales de una nación.

II.- Evolución reciente del mercado de capitales a nivel mundial

2.1.- Referencia histórica internacional de los mercados de capitales.

Los primeros en establecer legalmente y desarrollar un mercado bursátil, fueron los holandeses, al heredar el liderazgo financiero de los flamencos de Brujas y Amberes, en el siglo XVI. Cuando la Compañía Unida de las Indias Orientales se formó en 1602, ya tenía una constitución duradera, con una operación informal entre los mercaderes holandeses. El primer edificio bursátil se construyó en Amsterdam en 1613 para formalizar operaciones informales en las acciones de la Compañía.

Para el siglo XVII, Inglaterra recibió la influencia de las innovaciones financieras de Holanda, convirtiéndose en el centro del desarrollo bursátil mundial en los posteriores dos siglos. Entre 1688 y 1695, se conformaron 100 nuevas empresas en Inglaterra (período en el cual nació el Banco de Inglaterra). En 1711 se forman 195 nuevas empresas, pero en medio de una gran especulación en las acciones. Así, los precios de las acciones en una de las empresas más grandes (The South Sea Company – Compañía del Mar del Sur) que habían llegado en 1719 a 1,000 libras cada acción (de un inicio de 100 libras), para el siguiente año, bajaron a tan sólo 160 libras. O sea, se experimentó el primer boom y crac bursátil. En los siglos XVIII y XIX el mercado accionario discurrió por auges y un continuo desarrollo físico y legal del mercado.

Principales auges:

- ◆ Se desarrolló el sistema de canales para las máquinas de vapor, por lo cual requerían de carbón (entre 1730 y 1790 se duplicó la extensión de los canales a 2,200 millas, formándose 165 empresas promotoras de los mismos. Casi al mismo tiempo, se crearon 42 empresas de varias industrias; y por consecuencia, se dio un boom de compañías de seguros.
- ◆ En Inglaterra se construyó el primer ferrocarril, que iba de Stockcton y Darlington en 1825, ante lo cual, se formaron 81 empresas ferrocarrileras

financiadas por bolsas provincianas. Ya para 1847, se contaba con 630 empresas en el ramo, resultando en un crac generalizado.

Por su parte, el mercado accionario siguió su rumbo institucional:

- ◆ En 1773 la empresa inglesa *Jonathan's Coffee House* se denominó: "The Stock Exchange", y en 1802 la bolsa de Londres construyó su edificio propio. No obstante, las nuevas empresas no se financiaban de la bolsa, sino del exterior (bolsas de "provincia").
- ◆ Fue hasta mediados del siglo XIX, que se comenzó a formalizar la función de la Bolsa de Liverpool (*Liverpool Stock Exchange*), en 1827 y en 1830, la Bolsa de Manchester (*Manchester Stock Exchange*). Así fue que durante el auge ferrocarrilero, predominaron las bolsas provincianas (12 en 1885 y 22 en 1914).

En Estados Unidos, se tuvo lo siguiente:

- ◆ Auges sectoriales: en 1792 se estableció la Bolsa de Nueva York, aunque, debido a la guerra de secesión, después de 1865, se conformó una infraestructura de empresas, de intermediación, de información y de política monetaria, lo que compitió incluso con el caso de Londres.
- ◆ **El primer auge más importante en el mercado accionario**, fue en 1920. Se estaba ante un escenario de prosperidad después de la Primera Guerra Mundial, creándose grandes empresas en el marco de las nuevas tecnologías eléctricas y automotrices. Dicho auge, culminó con la crisis de 1929. La reanimación del mercado sólo superó la crisis hasta 1954, cuando el índice Dow Jones superó el nivel máximo observado en 1929.
- ◆ **El segundo gran auge**, se manifestó en los años 60's, impulsado por nuevas tecnologías, como la computación (IBM, DEC) y de equipos de oficinas (Xerox). Este repunte terminó con la crisis del crudo de 1973, con crecimientos nunca vistos antes de inflación. La década de los setenta, fue la peor para el mercado accionario estadounidense.
- ◆ En agosto de 1982, se observó el fin del período inflacionario y un **nuevo auge accionario**, que duró hasta octubre de 1987 (la mayor caída de un solo día en la historia de Wall Street) y lo importante del suceso, fue la rapidez de la recuperación. No obstante, el auge se frenó con la invasión de

Saddam Hussein a Kuwait en agosto de 1990 y la recesión provocada, influyó para que el Partido Republicano perdiera las elecciones por la presidencia en 1992.

- ◆ Con la llegada de Bill Clinton a la Presidencia de Estados Unidos, se generalizó el **auge accionario**, presentándose los tres procesos clásicos del ciclo de Kondratieff: a) fin de la guerra fría; b) apertura de nuevos mercados; c) y la maduración de las nuevas tecnologías de computación, telecomunicación, medios y biotecnología. Todo ello, dio al mercado accionario un nuevo auge: siendo que el Dow Jones creció en 106% entre 1994 y 1997.
- ◆ En resumen, se puede decir que imitando a “las mejores prácticas inglesas”, Estados Unidos pudo desarrollar lo siguiente: evitar que el crack de 1929 se repitiera de nuevo, al establecer las Leyes de Valores (*Securities Laws*) de 1933-34, e instaurando la Comisión de Valores y Bolsas (*Securities and Exchange Commission-SEC*), para supervisar los mercados de valores, los intermediarios y los emisores. Y los otros cuatro grandes avances con que contribuyó Estados Unidos, fueron:
 - Propiciar una “cultura” accionaria, lo cual supone que cerca del 40% de los estadounidenses inviertan directa o indirectamente en acciones.
 - Desarrollo de la inversión institucional (sociedades de inversión, fondos de pensiones y aseguradoras)
 - Desarrollo de derivados relacionados con los mercados accionarios (opciones y futuros sobre acciones e índices accionarios)
 - Aplicación de tecnologías de computación y telecomunicación a la actividad financiera.¹³

Los ejemplos palpables del auge de los ochenta, los destacaron los organismos multilaterales de la época, como el GATT, quien indicaba que los intercambios comerciales entre los países desarrollados aumentaron de forma significativa en la década de los ochenta. Las exportaciones mundiales de mercancías

¹³ Resumen obtenido de: HEYMAN, Timothy. “Inversión en la Globalización”. pp. 165-172

crecieron a una tasa anual del 2.5% entre 1980 y 1985; y de 1986 a 1996, lo hicieron en 6%. Cabe referir que los países desarrollados participaron en el 80% de esos intercambios. Al mismo tiempo, sólo tres regiones en el mundo son las que predominaron: la Unión Europea (Alemania); la Asociación de Libre Comercio de América del Norte (Estados Unidos) y la Cuenca del Pacífico (Japón). Otro factor, es la excesiva presencia de las empresas transnacionales en el desarrollo comercial, quienes dominan las transacciones (comercio intrafirmas). Y otro más, es el relativo al crecimiento de las transferencias de beneficios productivos derivados de ganancias financieras y rentas tecnológicas, de países receptores del servicio, hacia los países en donde residen las casas matrices¹⁴

Por su parte, los mercados internacionales de préstamos y títulos, entre los años ochenta a los noventa duplicaron el valor de sus intercambios, ya que de 1981 a 1985 ascendía a un billón de dólares; entre 1986 a 1990, rebasaba los 2.1 billones; y para el lapso 1991-1995, la cifra llegó a 4.2 billones de dólares, es decir, un promedio anual de 840 mil millones de dólares (mdd). Y para 1996, ese promedio fue casi duplicado, haciendo ver que estos mercados van en ascenso (como se verá en detalle más adelante).

La integración de dichos montos, tuvo cambios importantes; por ejemplo, en los ochenta dominaban los préstamos (40% del total), contra casi la mitad de obligaciones; a inicios de los noventa, las obligaciones pasaron al 52% y los préstamos representaron apenas el 24.5%, y se daba paso a un fuerte aumento de las emisiones titulizadas sin garantías (16.5%), y sólo el 4% de las que tenían garantía; en tanto que el mercado de acciones apenas representaba el 2.5%.¹⁵

2.2.- Crisis de la deuda de los años ochenta

Contrariamente a lo que señalan varios analistas: que la "mundialización" es un fenómeno nuevo, en los trabajos de muchos historiadores, se da cuenta de que a finales del siglo XIX, inclusive, la movilidad internacional de capital era intensa.

¹⁴ PALAZUELOS, Enrique. "La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX". pp. 95-96.

¹⁵ PALAZUELOS, Enrique. Op. Cit. pp. 100-101.

En los 50 años precedentes a la Primera Guerra Mundial, se presentó una basta expansión de flujos de capitales que se dirigían de países europeos a colocaciones y obligaciones de América Latina y América del Norte y otras regiones (por ejemplo, Inglaterra destinaba excedentes de capital, equivalentes al 8% y 9% del PIB, ello con la finalidad de contribuir en la construcción de ferrocarriles y plantaciones, en colonias que aún conservaba). Con la Primera Guerra Mundial, la crisis del 29 y el segundo gran conflicto bélico, afectaron el proceso de integración mundial de fines del siglo XIX e inicios del XX. Después de 1945, el orden mundial fue menos liberal, siendo superiores las restricciones a las exportaciones de capital. A pesar de ello, los países en desarrollo con ahorro interno débil, recurrieron al financiamiento externo desde fines de la Segunda Guerra Mundial.

Estados Unidos se erigió como el país que más contribuyó a la ayuda bilateral, pero con el fin de alejar a los países en desarrollo de la influencia comunista, valiéndose para ello del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esta ayuda pública se complementó con inversión extranjera directa que llegó a los países para explotar los recursos naturales y la industria en algunos países (como Brasil y México), que habían logrado avances de industrialización vía la sustitución de importaciones.

A principios de los años setenta, la ayuda se estancó. Concretamente en América Latina, el ahorro interno siguió bajo y las necesidades de capital crecientes.

El déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, en el marco del patrón dólar de Breton Woods, era la única fuente de liquidez internacional para el resto del mundo. Pero se trataba de un sistema rígido, ya que no existía vínculo de causalidad directa entre la creación de liquidez y los requerimientos de la economía mundial. Para satisfacer la necesidad de dólares, el sistema bancario internacional creó de forma masiva medios de pago en dólares otorgando préstamos sin ningún control por parte de las autoridades monetarias estadounidenses. Desarrollándose así el mercado de eurodólares (principalmente en Londres). Este mercado permitió financiar sin límites (vía

crédito) el endeudamiento de los países deficitarios (siendo la mayor innovación financiera de la segunda mitad del siglo XX).

Luego, el choque petrolero de 1973 significó grandes superávits en la cuenta corriente de los países productores de petróleo y fuertes déficits para países desarrollados (Estados Unidos) y no productores de petróleo. De esta situación, los países de la OPEP depositaron sus ganancias en el mercado financiero europeo y los países en desarrollo solicitaban préstamos. El entorno era propicio: las tasas de rentabilidad económica y de inversión bajaban en países desarrollados y los institutos centrales y los gobiernos de las grandes potencias alentaron a los bancos para aumentar sus créditos y alejar así la amenaza de la recesión.

Esto implicó que algunos países en desarrollo creyeran que el alza en los precios de las materias primas sería continuo (1974-1975), utilizando el financiamiento para especializarse más; otros países se esforzaron por industrializarse.

Ante la demanda de recursos a largo plazo, la banca mundial transformó los depósitos a corto plazo, con la práctica del refinanciamiento, imponiendo tasas variables con referencia a la Libor, agregando un margen (spread), para protegerse del riesgo de no reembolso por cada país.

Así, varios países en desarrollo pudieron superar tres tipos de restricciones:

- 1) *La externa* (las importaciones se determinaron independientemente de las exportaciones).
- 2) *La presupuestaria* (los gastos públicos se fijaron independientemente de los ingresos públicos).
- 3) *De equilibrio ahorro-inversión* (la inversión se determinó independientemente del ahorro)

De esta forma, la movilidad y sustituibilidad de capital en los setenta permitió que la parte "baja" de la balanza de pagos se ajustara a los otros saldos.

El aumento de la deuda externa durante cierto tiempo se consideró razonable, ya que estuvo acompañado del crecimiento de las economías endeudadas. No obstante, el "**riesgo país**" prevalecía y se tornaba múltiple: riesgo de liquidez; riesgo de repudio; o riesgo de insolvencia. El más grave, era el de insolvencia.

De esta forma, los movimientos de capital de un país se limitaron a los flujos de endeudamiento o desendeudamiento público o bancario. La deuda de un país aumenta si su saldo corriente (no considerando intereses de la deuda), es inferior al servicio de la deuda (incluyendo pago de intereses y amortización). Caso contrario, se desendeuda:

$$AD = D (r + t) - (X - M)$$

Donde: AD, aumento de la deuda; 'r' la tasa de interés; y 't' la tasa de amortización.

Así, el segmento [$D (r + t)$] representa el servicio de la deuda y está condicionado por la deuda existente. El saldo corriente (X - M) significa la parte autónoma del endeudamiento, resultado de la presencia de desequilibrios externos.

De este modo, se estima que un país es insolvente si sus ingresos futuros de divisas son insuficientes para asegurar el servicio de la deuda (obligando a aumentar su endeudamiento de forma permanente).

Si la cuenta corriente se encuentra en equilibrio (X = M y por lo tanto M/X = 1) y la tasa de amortización 't' es nula, basta con que la tasa de crecimiento de las exportaciones sea igual a la tasa de interés 'r' para que este indicador de la deuda, llamado indicador de Simonsen, permanezca estable. Dicho de otra forma, un país será solvente si la tasa de crecimiento en valor de sus exportaciones supera a la tasa de interés de su deuda externa.

Por tanto, se puede tener una tasa de endeudamiento estable, si las tasas de interés y de amortización son bajas y si el saldo en cuenta corriente se aproxima al equilibrio (y más si hay excedente). Y la estabilidad se asegurará mejor si las tasas de crecimiento de la producción y de las exportaciones son elevadas.

Un ejemplo claro de lo anterior es México, que en 1982, después de una crisis de solvencia, no pudo asegurar el servicio de su deuda. Pero el sobreendeudamiento por el cual pasó América Latina tiene causas internas y externas; dentro de las primeras, está el no haber podido controlar su saldo corriente y los factores internos que lo determinaron (déficit presupuestario,

bajas tasas de ahorro, elevado gasto, crecimiento insuficiente de las exportaciones, entre otros).¹⁶

2.3.- *Situación de los países en desarrollo*

Como se ha referido anteriormente, la llamada crisis externa a nivel mundial se manifestó desde principios de los años ochenta, y su relativa solución comenzó a ventilarse entre 1985 y 1986. También habrá que recordar que los países de América Latina, fueron los principales protagonistas en cuanto a grandes niveles de endeudamiento y pioneros en lo que a procesos de renegociación se conoció.

Aquí se tratará de efectuar un pequeño bosquejo de lo que pasó (principalmente en los países latinoamericanos y particularmente en México), es decir, de las causas más importantes que motivaron el endeudamiento; y de las justificaciones conceptuales que avalaron la deuda externa y de las que estuvieron en contra.

Durante los años setenta, las políticas de expansión económica en América Latina, llevaron a incrementar sobremanera las importaciones de todo tipo de mercaderías (bienes de capital con mayor énfasis). Siendo financiadas no con recursos propios, sino recurriendo a los empréstitos externos, para así lograr salir del subdesarrollo. Es decir, incrementar las exportaciones para poder pagar deudas y su servicio, con las nuevas inversiones ya iniciadas.

Esta situación más allá de poder significar el logro de esos objetivos, complicó las cosas, ya que por un lado, el endeudamiento creció aceleradamente estimulando el derroche, la corrupción y la fuga de capitales; y por otro lado, la situación real con relación al valor de las exportaciones se veía reducida debido a la depresión de precios de materias primas y a que las tasas de interés sobre el pago del servicio de la deuda se presentaban crecientes. Esto obviamente, complicaba los pagos puntuales sobre lo contratado.

Así, se ha podido constatar que el endeudamiento externo del Tercer Mundo en general, discurrió por diversos cauces, mostrando que su acumulación excesiva respondió a contradicciones económicas en el plano mundial, que se suscitaron en dos ciclos bien diferenciados: uno comprendido entre 1974 y 1980, cuando

¹⁶ GUILLÉN Romo, Héctor. Op. Cit. pp. 506-511.

debido a los incrementos de precios del petróleo, llevó a los principales países exportadores de crudo a depositar sus utilidades principalmente en instituciones financieras de la OCDE; por su parte, los países de mediano desarrollo iniciaron un acelerado crecimiento; los países en desarrollo ante ello, solicitaron grandes sumas de recursos para expandir sus economías, vía la importación de mercaderías y bienes de capital. Los bancos por su parte, compitieron entre sí, ofreciendo recursos dinerarios en condiciones "favorables"; finalmente, los bancos para asegurar el reembolso del dinero prestado, decidieron dar un giro a las tasas de interés, esto es, de mantenerlas fijas a una situación variable, hecho que por sí mismo daba pie a nuevas pautas de endeudamiento.

Y otro período que va de 1981 a 1985, el cual marca el inicio de la administración Reagan en Estados Unidos, mostrando un retroceso de grandes magnitudes en la economía mundial, la inflación irrumpe con mayor violencia en el país del norte y las demás potencias, y las tasas de interés comienzan a mostrar una tendencia a la alza; hechos que en general producen la caída de los precios de las principales materias primas que exporta el Tercer Mundo. También en este período, las cargas financieras por el pago de intereses se hace más pesado y es cuando los flujos de capital hacia América Latina se redujeron sensiblemente, no disponiéndose de dinero fresco, lo que redujo las importaciones para poder pagar el elevado servicio de la ya abultada deuda, observándose que ahora exportaba más capitales de los que importaba, o sea, lo que denotaba una fuga de capitales sin precedentes.¹⁷

Algunas de las evidencias empíricas que arrojaba la crisis de la deuda en América Latina, eran las siguientes, en forma sintética:

- La deuda externa de los países en desarrollo se duplicó entre 1971-1975, luego se volvió a doblar su nivel entre 1975-1979 y subió otro 50% entre 1979-1982, llegando así a más de 620 mil millones de dólares. Para 1984 había crecido otro 30%.

¹⁷ Schatan, Jacobo. "América Latina: deuda externa y desarrollo, un enfoque heterodoxo". pp. 25-37.

- Los pagos por el servicio de la deuda crecieron más rápido que la expansión de la deuda misma.
- Se incrementaron 12 veces entre 1971 y 1982, es decir, de 11 mil millones de dólares, a más de 131 mil millones.
- Los préstamos oficiales se hicieron con tasas fijas, en tanto que los bancos comerciales prestaron a tasas de interés flotante.
- Por ello, se encareció el dinero en el exterior, ya que los intereses a tasa fija subieron en promedio de 4.4% a cerca de 8.0%; mientras que los de la tasa flotante pasaron de 8.3% a 17.5%.
- En lo que toca a Latinoamérica, de una deuda cercana a 400 mil millones de dólares en 1982, tan sólo seis países del área participaban en alrededor del 80% del total (Argentina, 11 %; Brasil, 27.5%; Chile, 5%; México, 24%; Perú 3.3%; y Venezuela, 20.5%), y pagando intereses también en conjunto por unos 51 mil millones de dólares.¹⁸

Otras de las causas del endeudamiento creciente, fueron los reiterados desequilibrios externos propiciados a su vez por políticas económicas encaminadas a la monoexportación de materias primas y poca o nula generación de ahorro interno. Estos fenómenos en Latinoamérica eran compensados por ingresos netos de capital, provenientes de la Banca Comercial Internacional. De este modo, el saldo negativo total de la cuenta corriente de 1970 a 1983, acumuló unos 212 mil millones de dólares y el ingreso neto de capitales fue de 228 mil millones. Por ende, dichos déficit al cubrirse con financiamiento externo hacían que se acelerara el crecimiento de la deuda, sin arreglar el problema estructural de fondo y dependiendo más de la banca comercial.

En consecuencia, la deuda externa tiene su origen de funcionamiento con un nivel de desequilibrio externo, esto es, cuando hay un desajuste en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos (entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios, menos los pagos por factores -servicio de la deuda). Así, cualquier déficit en cuenta corriente, como se ha mencionado, debe ser

¹⁸ Schatan, Jacobo. Op. Cit. pp. 39-42.

ajustado por superávit en la cuenta de capitales (reducción de reservas, donaciones, nuevos préstamos, reembolsos y flujos de capital al exterior) y sólo será por medio de una caída de reservas (al canalizarlas a un pago, por ejemplo, o a demanda interna de dólares) y/o por un aumento en los nuevos préstamos netos del exterior.¹⁹

Ahora, las posiciones que defienden cualquier nivel de endeudamiento externo, estiman que la abundancia de ahorros propicia un "flujo normal" de capitales de países industrializados hacia los que están en desarrollo y también es normal que se de una transferencia neta de recursos (intereses y amortizaciones). Aunado a lo anterior, se considera que la única opción que tenían los bancos para evitar una reestructuración de la deuda, era seguir prestando, puesto que los países en desarrollo dependían de la banca internacional para obtener flujos comerciales. Otros economistas, consideran que la "ayuda externa" estuvo canalizada para contrarrestar las limitaciones de desarrollo económico (productividad, ahorro, divisas) y alentar por ende el crecimiento.

Igualmente, algunos estudiosos denominados "liberales", "neoliberales" y "desarrollistas", observaron que "la deuda es algo positivo", ya que es parte del crecimiento económico, y responde a los modelos de desarrollo basados en una transferencia neta de recursos.²⁰

Obviamente que esas posiciones están fuera de lugar para cualquier estudioso crítico, que ha comprobado cuantitativamente que la filosofía del endeudamiento es quizá en el mejor de los casos un "mal necesario", es decir, no se podría negar que en la práctica económica pueda servir para atemperar el déficit de cuenta corriente, para iniciar proyectos de desarrollo, para suplir deficiencias de ahorro interno, o para mantener o elevar reservas internacionales de los países en desarrollo; pero también es cierto que no se puede separar lo político de lo económico, que las políticas de crecimiento no han mejorado el nivel de vida de las mayorías en América Latina, y ello se ha

¹⁹ Kitchen, Richard L. Op. Cit. p. 303.

²⁰ Schatan, Jacobo. Op. Cit. pp. 44-48.

debido a que buena parte de capitales entraron vía préstamos y salieron por la puerta privada hacia bancos de Estados Unidos, Suiza y Las Bahamas.

Por tanto, no toda la inversión que se realizó (y que posiblemente se siga efectuando) con préstamos externos es socialmente útil y rentable, ni contribuye por consecuencia al desarrollo. Porque desde el punto de vista de la supervivencia humana, es más conveniente el NO-ENDEUDAMIENTO, en lugar de la DEPENDENCIA FINANCIERA del exterior.²¹

Así, quienes defienden la posición del endeudamiento y todas las técnicas de la renegociación de las deudas latinoamericanas, anteponen las utilidades que supone toda esa filosofía en un contexto del sistema capitalista de libre mercado. Y de quien se habla, obviamente es del Fondo Monetario Internacional (FMI), organismo que alentó los programas de reestructuración con las siguientes características:

- el FMI fue inflexible, ya que insistió en la implementación de paquetes similares para todos los prestatarios, sin considerar problemas específicos, por lo que se presenta un ajuste excesivo.
- el FMI fue asimétrico, puesto que ejerció presión sólo sobre países con persistentes déficit en cuenta corriente. No tomó en cuenta los factores exógenos que los determinan.
- el FMI se ha caracterizado por ser monetarista, debido a que persiste en la imposición de topes a los créditos internos.²²

2.4.- Evolución de la renegociación de la deuda mexicana, como modelo que siguieron en general los países en desarrollo (1983-1995).

En este apartado, se efectuará una síntesis de lo ocurrido con la deuda externa mexicana, lo cual es un entendimiento de la renegociación que siguieron algunos de los demás países más endeudados (principalmente latinoamericanos). Por tal motivo, se visualizarán tres lapsos de análisis: uno

²¹ Schatan, Jacobo. Op. Cit. pp. 50-56.

²² Kitchen, Richard L. Op. Cit. p. 306.

sería de 1983-1986, el cual mostrará cuáles fueron los niveles de la deuda y su penosa reestructura (lo que tiene que ver con la crisis de la deuda y los estira y afloja ocurridos); el segundo periodo, abarcaría de 1986-1988, en donde se destacaría una nueva crisis (aunque en menor proporción) y la consecuente reestructura con una nueva modalidad (intercambio de deuda por préstamos - swaps); y el tercer espacio de tiempo (1989-1995), tendría que ver con la deuda actual, su comportamiento y tratamiento (principalmente desliando lo referente a la llamada deuda global -compuesta por deuda interna en dólares en valores del gobierno).

2.4.1.- 1983-1986:

Luego de que México se empeñó en lograr altos niveles de crecimiento económico a costa de la riqueza petrolera fugaz, se manifestaron las crisis de los precios del crudo y de la deuda externa, ubicándose el país como el segundo después de Brasil en cuanto a monto de deuda, y aprestándose a renegociar un monto considerable que significó cerca de la mitad de su endeudamiento total (48,700 millones de dólares) con la banca comercial, de los cuales 20,100 millones correspondían a la deuda del sector público, otros 23,600 millones se refirieron a la suma agregada del vencimiento de la deuda, y 5,000 millones pertenecían a un pago de dinero fresco que proporcionó la banca comercial en 1983. No obstante, al considerar sólo los dos primeros rubros, se tuvo un monto por 43,700 millones de dólares, de los cuales fue la intención del gobierno pagarlos en un lapso que comprendía de 1985 a 1998, con márgenes ('spreads') sobre la tasa Libor de 0.875 a 1.25 puntos porcentuales (cabe señalar que en el caso de los 5 mil millones de dólares del préstamo sindicado por 500 bancos, su pago sería en un lapso de 6 años con tres de gracia y a una tasa Libor más 2.5 ó la Prime más 2.125 puntos porcentuales).

De lo anterior se puede decir que México buscó una reestructuración plurianual en condiciones favorables que no implicaba elevación de costos financieros (que los márgenes sobre tasas de interés fueran adecuados al

desenvolvimiento de la economía interna). Así, el gobierno optó por renegociar con tasa Libor, sustituyéndola por la Prime, lo que significó que ahorraría entre 1985 y 1998 una suma cercana a 3,183 millones de dólares, siendo el primer país deudor que estableció esos términos. No obstante ello, como ya se ha indicado, la posición flotante de la Libor revestía el principal problema de transferencia de recursos.

También habrá que recordar que se endurecían las condiciones del costo financiero, ya que el pago por el servicio de la deuda había implicado erogar entre 1982-1984, alrededor de 41,659 millones de dólares, es decir, casi el 45% del total de la deuda a pagar. Esto significaba que aunque el servicio se reducía relativamente, en términos acumulados no se haría comprimir el monto de la deuda.²³

Dichas renegociaciones dejaron que el país siguiera complicado con el servicio de su deuda, resaltando que el problema no era de flujo de efectivo, sino más bien que la carga de la deuda imponía severas limitaciones al crecimiento. Y hacia 1986 se comprueba tal percepción, ya que los mercados financieros internacionales comienzan a reconocer la naturaleza permanente de la crisis, ejemplo de ello era la creación de reservas por los bancos comerciales y los descuentos de deuda en los mercados secundarios de capitales. Y había sólo dos caminos:

- no reconocer bien a bien el rasgo estructural de la carga de la deuda y empujar a los deudores a una larga recesión.
- o buscar mecanismos para distribuir pérdidas contraídas en una eventual etapa de sobreendeudamiento, según la capacidad de pago de los involucrados.

Por tanto, forzar a un país deudor a seguir pagando toda su deuda vía su servicio, dentro de una recesión prolongada, destruiría los incentivos para poner en marcha reformas económicas de recuperación, ya que los únicos beneficiados serían los acreedores externos.²⁴

²³ Ayala Trejo, José Luis. "América Latina: recuento del proceso de la reestructuración de la deuda externa durante 1983-1986". pp. 8-13.

²⁴ Aspe Armella, Pedro. "El camino mexicano de la transformación económica". pp. 111-115.

2.4.2.- 1986-1988:

Posterior al proceso de negociación abrupta del periodo anterior, continuaba el problema del endeudamiento externo, ya que como se dijo, México no podía continuar con los elevados saldos totales de compromisos y por ende del pago de servicio creciente. Así, se plantearon dos esquemas de reducción de deuda en función del mercado financiero:²⁵

- Se planteó entre 1986-1988, un programa de intercambio de deuda por capital (swaps), el cual se comprobó generaba efectos fiscales desfavorables, ya que suponían un prepago de la deuda, subsidio a la inversión y presiones monetarias (lo que presionó la inflación). Así, para hacer una operación de intercambio el gobierno requería de pesos para pagar la deuda. Si venían del Banco de México, aumentaba la inflación y si provenían de emisiones de deuda pública interna, se presionaban las tasas de interés a la alza y por consiguiente se aplazaban programas de inversión. y también se inhibía la inversión extranjera.
- A fines de 1987, se instauró un programa para que los bancos comerciales cambiaran voluntariamente parte de la deuda vigente, por bonos a 20 años con amortizaciones a un sólo pago, ofrecían un spread de 1.625 puntos sobre Libor y un "bono cupón cero" del Tesoro de Estados Unidos, no negociable a vencer en 30 años como garantía. México aceptó posturas por 3,700 millones de dólares en títulos extranjeros, a un precio de 70 centavos por dólar de deuda existente. Dicho mecanismo funcionó mejor, al representar una protección efectiva, aunque el volumen negociado no cumplió con las expectativas de mayores necesidades de financiamiento.

2.4.3.- 1989-1995²⁶

Ante los problemas de reducción de deuda externa, que se intentó por medio

²⁵ Aspe Armella, Pedro. Op. Cit. pp. 117-120.

²⁶ Aspe Armella, Pedro. Op. Cit. pp. 125-132.

del mercado de capitales directamente, el cual mostraba particularidades precisas. Por ejemplo, para cada banco acreedor y partes de deuda externa, se requerían más bien operaciones de reestructura y reducción de deuda en forma global, es decir, incluir a toda la deuda renegociable; se pretendía negociar directamente con el Comité Asesor de Bancos; y obtener la cooperación de las instituciones financieras mundiales y del Grupo de los Siete, para así evitar los problemas de coordinación de externalidad que se habían dado. En otras palabras, se tenía que tomar en cuenta la heterogeneidad de los bancos comerciales y la misma particularidad del país que negocia (es decir, se considera que Pedro Aspe llega a la misma conclusión que con el problema de la crisis de la deuda de 1982 ya se había vislumbrado, entendiéndose que era la mejor vía).

En función de este contexto, México buscaría lograr lo siguiente a partir de 1989:

- reducir el saldo de la deuda
- reducir la carga de la deuda (deuda/PIB)
- reducir la transferencia neta de recursos al exterior.
- arreglo multianual para evitar incertidumbre de renegociaciones futuras.

Así, dicho proceso se efectuaría en dos etapas:

- un paquete financiero con las organizaciones financieras y el Club de París, para eliminar transferencias netas a esas entidades (vía recursos frescos sobre una base multianual) y contar con la asistencia técnica de dichas instituciones.
- y la negociación para la reducción de deuda en gran escala con bancos comerciales.

Finalmente, en mayo de 1989 se suscribió un convenio con el FMI, según los lineamientos del Plan Brady, con lo cual se obtendrían recursos por unos 4,135 millones de dólares por tres años, para apoyar programas de estabilización, reducir deuda y formar una reserva. Con el Club de París, se llegó a un acuerdo de pago y ofreció garantías por más de 2 mil millones de dólares hasta

1992. Y el Banco Mundial otorgaría créditos de ajuste estructural por 1,960 millones en 1989 y un promedio de 2 mil millones durante 1990-1992.

Con el apoyo de este paquete financiero, el país inició la negociación con los más de 500 bancos comerciales representados por el Comité Asesor de Bancos (en la línea del Plan Brady), y ello implicaba tres opciones:

- intercambio al valor nominal de la deuda histórica, por bonos a una tasa de interés fija de 6.2%, con pagos de interés semestrales y en un sólo pago después de 30 años.
- cambio de deuda histórica por bonos con un valor de 35% menor al valor nominal (Libor más 13/16).
- cambio de deuda histórica por nuevos instrumentos de deuda con vencimiento a 15 años y 7 de gracia (Libor más 13/16), otorgando financiamiento durante 1990-1992 hasta por el 25% de la deuda asignada.

Los resultados de dicha negociación, arrojaron algunos resultados positivos:

- Reabrió el acceso al financiamiento externo voluntario para las entidades públicas y privadas.
- El desendeudamiento fue visible:
- la deuda del sector público cayó de 80.5% del PIB en 1987, a sólo 46.0% en 1991.
- en tanto que la deuda interna pasó de 23.1% al 18.1% en esos períodos, la deuda externa neta bajó significativamente del 57.4% al 27.7%.
- en relación al servicio de la deuda, de representar el 43.6% del PIB en 1982, para 1991 tan sólo representó el 18.5%.

Dentro de este periodo analizado, restaría conocer cómo se ha comportado la deuda externa mexicana y cómo se relaciona con ella la llamada deuda global, que fue la que se constituyó como un factor clave para desencadenar una nueva crisis financiera sin precedentes (afectó incluso al mercado financiero internacional, con el denominado "efecto tequila"), al causar una macro devaluación del tipo de cambio, de más del 100%. En otros términos, lo que se planteó como una alternativa de inversión productiva, incluso considerándola

más eficiente que la inversión extranjera directa, apareció el nuevo sujeto denominado inversión extranjera de cartera, la que acomodada en el mercado de valores (mercados de dinero y de capitales), vio verdaderas posibilidades de incrementarse en títulos del Gobierno Federal, que en última instancia es deuda en valores gubernamentales emitidos en el mercado doméstico en poder de inversionistas privados.²⁷

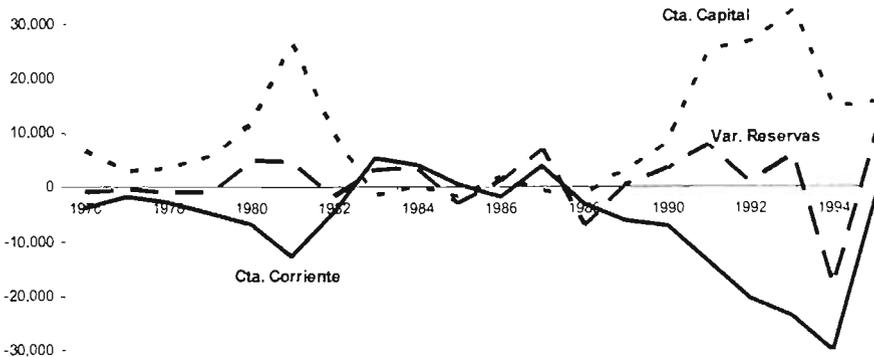
De este modo, durante prácticamente todo el periodo salinista (1990-1994), dada la denominada globalización de las economías y los nacimientos de los mercados emergentes de capitales, se promocionó la "inversión extranjera de cartera" principalmente mediante la colocación de un instrumento de gobierno denominado: Pagarés de la Tesorería (Tesobonos), con vencimientos a 1 y 3 meses con rendimientos indizados a la paridad. Esto es, lo que significaba que el inversionista estaría protegido ante un eventual movimiento brusco del tipo de cambio, lo que implicaba que su inversión se mantendría inalterable (claro, no así para las autoridades que deberían pagar a un nuevo tipo de cambio).

Dicho instrumento que se había mantenido casi inactivo antes de dicho periodo gubernamental, observó crecimientos sin paralelo, siendo incluso superior el monto acumulado al principal instrumento en el mercado de dinero, los CETES, que quedaron un poco rezagados al final de 1994. Así, de 1,282 millones de dólares a que equivalía lo referente a Tesobonos al término de 1993, se pasó a un monto acumulado por cerca de 21,000 millones, es decir, dicha inversión en el mercado de dinero se multiplicó 16 veces en tan sólo un año.

Pero esta situación a más de ser halagadora, era un foco rojo de una devaluación en ciernes. Y como se sabe, así pasó y a ello se adiciona el hecho de que la cuenta corriente mostraba un déficit por cerca de 30,000 millones de dólares al término de 1994, provocado por una salida de capital por unos 18,400 millones, causado a su vez por la caída en el monto del capital a corto plazo (léase inversión extranjera de cartera), por alrededor de 13,300 millones de dólares, en otros términos, el saldo fue positivo, pero menor con relación a 1993 (ver Gráfica 1).

²⁷ Banamex. "Deuda externa". En: "Examen de la Situación Económica de México. Mayo de 1996.

GRÁFICA 1
MEXICO: EVOLUCION DEL SALDO EN CUENTA CORRIENTE Y VARIACION DE RESERVAS
(millones de dólares)



Ahora, si se hace una contabilidad gruesa de dichos pasivos externos, se tiene un monto superior a los 50,000 millones de dólares, precisamente el monto global equivalente de la línea de crédito que México solicitó a la banca internacional, destacando 20,000 millones que el Presidente Clinton consiguió con el Tesoro de su país a través de la Cámara de Representantes, y así salvar al gobierno mexicano que ya no tenía recursos para pagar a principios de 1995 los montos de lo que se acumuló por Tesobonos. De este modo, tan sólo la deuda externa del sector público, por ese acontecimiento se incrementó en más de 17,000 millones de dólares, para ubicarse en 100,934 millones. En cuanto a la deuda de la banca comercial, ésta aumentó su nivel en ese mismo lapso en cerca de 7,400 millones de dólares, lo que evidenció la ya avanzada crisis en el sector financiero.

Hay quienes afirman que esta situación no deparó necesariamente en deuda externa, por las condiciones distintas a las que se tuvieron con la crisis de la deuda en 1982, pero la realidad salta a la vista, se promovió la inversión extranjera a corto plazo, no se cuidó bien el equilibrio externo con relación a la contabilidad de este elemento, el cual a la vez constituyó un factor determinante para el déficit de cuenta corriente.

Para 1995 la corrección obligada (por instrucciones del FMI), de acuerdo a como se observó anteriormente en sus recomendaciones globales, las reservas

se incrementaron precisamente en 16,000 millones de dólares y al capital a corto plazo de la cuenta de capital se le destinaron (pagaron) alrededor de 10,500 millones de dólares. Por tanto, se tiene que funcionó el salvamento, lográndose los obligados superávit comercial, de cuenta de capital y por consiguiente de la cuenta corriente.

2.5.- El renovado impulso del mercado mundial de capitales (1990-2000)

2.5.1.- Colocación global de deuda: distribución del mercado

Entre fines de los años ochenta y principios de los noventa, comienza a vislumbrarse la nueva adecuación del sistema financiero mundial a los procesos productivos que marcan un escenario distinto con relación al que prevaleció en tiempos precedentes, es decir, un liberalismo económico constreñido, ante la falta de un mundo con mayor interrelación (globalizado).

En efecto, se hizo necesaria la liberalización y reforma del sistema financiero global, lo que implicó una persistente segmentación de los mercados financieros, dando por resultado: el incremento en los rendimientos de los ahorradores; la disminución de las comisiones por el servicio a transacciones; y la reducción de los gastos fijos para las distintas bolsas de valores en el mundo.²⁸

Acompañado de estos hechos reales, se presentan en el escenario mundial una amplia variedad de instrumentos financieros negociables (de corto y largo plazos), destacando los siguientes:

- Instrumentos líquidos de gobiernos (bonos, obligaciones)
- Deuda corporativa (bonos, papel comercial)
- Deuda de valores (acciones, activos)
- Deuda de papel comercial (privados)
- Deuda de certificados de depósitos bancarios
- Operaciones en mercados de valores

²⁸ De esta parte en adelante se retoman ideas y puntualizaciones de: GOLDSTEIN, Morris. "El mercado de cambios y la inversión internacional actual: participantes, instrumentos y oportunidades". pp. 61-70

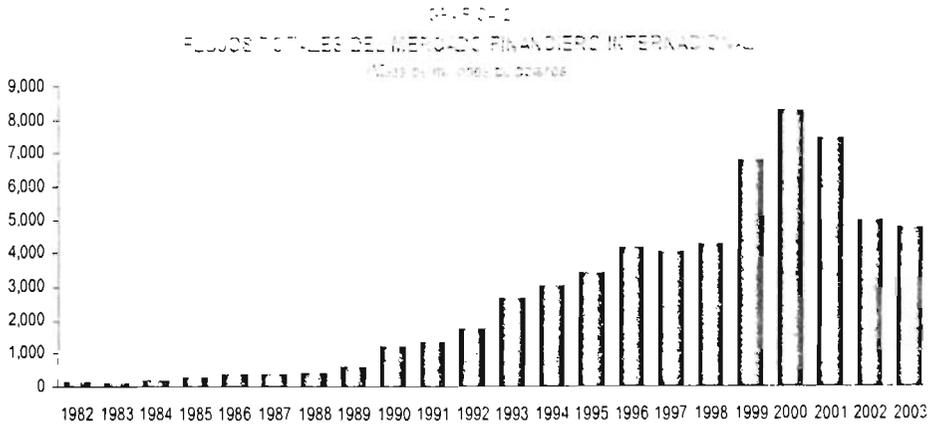
- Deuda de instrumentos derivados (bursátiles y extrabursátiles).

Por otro lado, también tomó un papel destacado lo relativo a los flujos de financiamiento que se generaron a nivel mundial, sobre todo los que accedieron a las economías en desarrollo y ahora llamados países emergentes, en forma de financiamientos a largo plazo, de fuentes privadas y oficiales; así como del mercado internacional de capitales; como inversión extranjera directa (IED); o como parte de ayuda o salvamento financiero proveniente de los organismos oficiales (Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial).

Desde bien entrada la década de los años ochenta, de acuerdo con información del Banco Mundial, los mercados internacionales de capitales en el mundo al reconformarse, vieron un inusual crecimiento en todas sus vertientes, pero también experimentaron cambios en la colocación de créditos sindicados por bancos internacionales. Esto es, por un lado, en lo relativo a los recursos colocados en bonos y obligaciones internacionales, en euro-obligaciones, se duplicaron al término de la década indicada, es decir, pasaron de poco más de 543 mil millones de dólares (mmd) en la primera mitad de los ochenta, a 1 billón 573 mmd para el promedio de la segunda mitad. En tanto, los montos por créditos sindicados, pasaron de cerca de 300 mmd, a poco más de 500 mmd en el mundo. Por su parte, el movimiento en los mercados bursátiles transitaron de un nivel de los 3 mmd, a un monto por 53 mmd al final de los ochenta. Por tanto, el movimiento global de los mercados financieros fundamentales, experimentó un salto de 835 mmd a mediados de la década referida, a cerca de 2.7 billones de dólares.

Para la década de los noventa, cuando se manifiesta ya una tendencia globalizadora al extremo, los capitales inundan los diversos mercados y se entra en franco y relativo fácil acceso hacia los diferentes tipos de financiamiento. Así, en promedio anual se colocan inversiones por 3.8 billones de dólares, lo cual significó en términos acumulados, un crecimiento de casi seis veces con relación a la década previa. Resalta el dato que de 2000 a 2003,

se colocaron inversiones por un total de 4.5 billones de dólares, monto sin precedente en la historia de los mercados financieros (ver Gráfica 2).



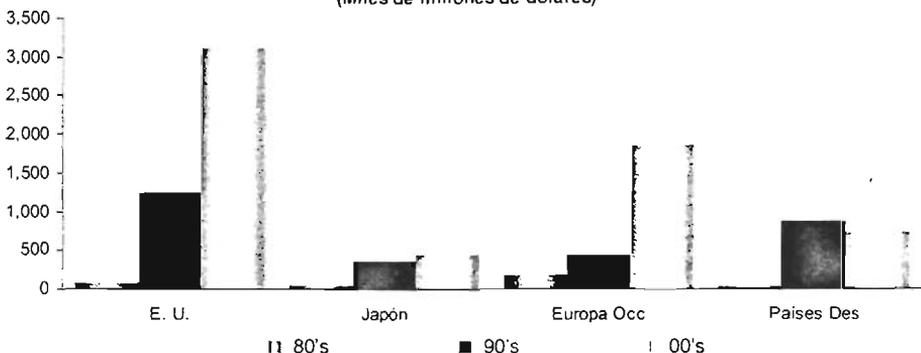
Por otro lado, cabe indicar que los principales emisores de títulos de deuda en general, o prestatarios, correspondieron en gran medida a los países desarrollados, encabezados por los países de Europa occidental, Estados Unidos y Japón. Así, el primer bloque de países colocó obligaciones por 457 mmd de dólares en promedio anual durante los años noventa, contra cerca de 200 mmd de los ochenta, es decir, un crecimiento de casi 130%. Para en el 2001 colocar 1.9 billones de dólares. Por su parte, Estados Unidos también incrementó sus rangos de emisión, al llegar a 1.4 billones de dólares en los años noventa, a diferencia del monto por 87 mmd en la década anterior; y para el 2001 posicionar deuda por 3.1 billones. Y en relación con Japón, este país ha visto su participación activa al acumular inversiones por 370 mmd de dólares, en promedio anual de los años noventa, contra un nivel de 57 mmd en la década precedente. Es importante hacer notar que este bloque de tres instancias, participa dentro del total invertido con alrededor del 70%. (ver Gráfica 3)

Como bien se puede observar, los recursos que se movilizan en el mercado de capitales a nivel mundial, ha crecido de manera exponencial y responde a los

cambios experimentados en cuanto al endeudamiento tradicional por la vía de préstamos bancarios, a las diferentes modalidades que se comenzaron a proponer, referentes a la colocación y emisión de obligaciones, que aunque con efectos en los endeudamientos directos en las cuentas de los países, principalmente en vías de desarrollo, tomaron un diferente cariz, al poderse colocar a plazos mayores y con diferentes opciones para renegociarse.

2

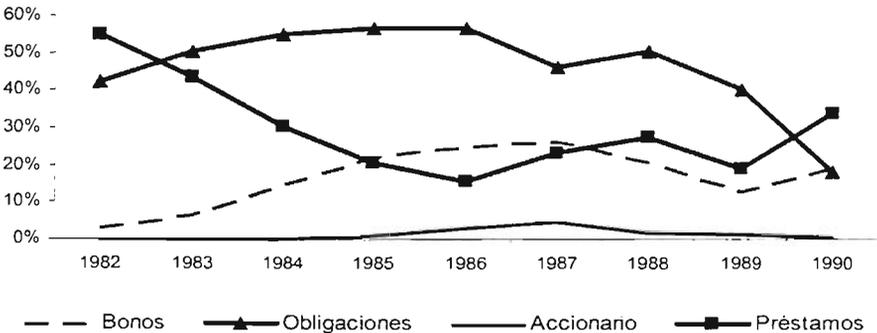
GRÁFICA 3
COLOCACION DE DEUDA E INVERSIONES POR PRINCIPALES PAISES
(Miles de millones de dólares)



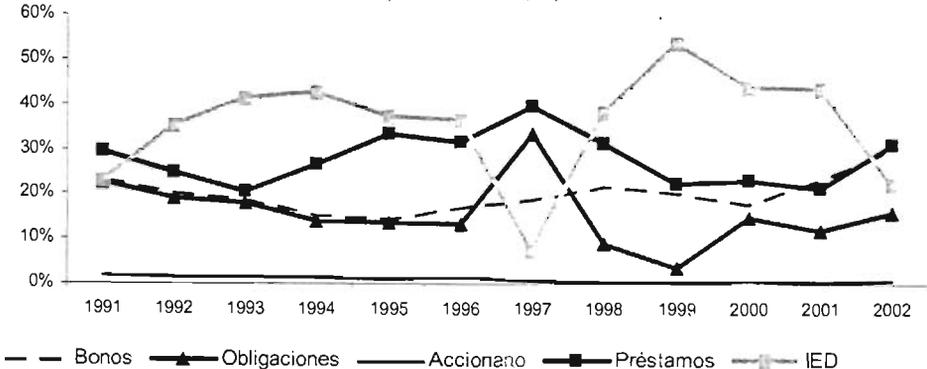
Así, después de que aún en 1982 prevalecía la disposición de capitales a nivel mundial en forma de préstamos bancarios, al observarse que representaban poco más del 40% del total, a partir de 1983 (precisamente cuando se inaugura la globalización mundial), la composición de los capitales se invierte visiblemente, ya que hasta el 2000, en promedio anual, los préstamos bancarios sólo representarían cerca del 10%, y en cambio, los capitales disponibles en las mercados accionarios y en el de bonos, en conjunto, representaron más o menos el 80%, siendo que en promedio anual (años noventa) se manejaron mundialmente poco más de 1.0 billón de dólares en el mercado accionario, y cerca de 770 mmd de dólares en lo que se refiere a la emisión de bonos. (ver gráficas 4 y 5), pero con la aclaración de que se refiere a capital requerido por los principales países por esa vía.

Cabe señalar, no obstante, que quienes se vieron más beneficiados con los nuevos flujos de capitales, no fueron precisamente los países más necesitados, en este caso los tan mencionados 'emergentes', sino los desarrollados que fueron los principales emisores de valores. Obviamente, a ellos se les atribuye que orientaron las nuevas formas de adquirir capital, así como las modalidades para los plazos y las tasas de interés, para los respectivos pagos.

GRÁFICA 4
EVOLUCIÓN DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL
(AÑOS OCHENTA, %)

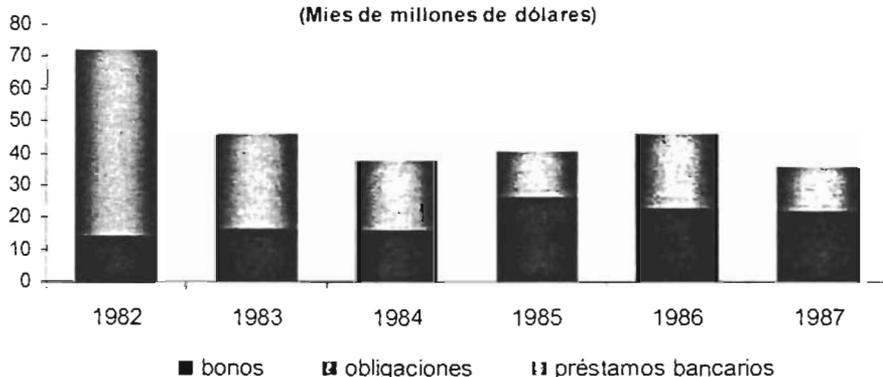


GRÁFICA 5
EVOLUCIÓN DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL
(AÑOS NOVENTA, %)



Ahora, con relación a los países en desarrollo, éstos también se vieron favorecidos con los nuevos cambios en los accesos voluntarios de capital. Y se manifestó un equivalente en el comportamiento de los países desarrollados, aunque en menor grado. Así, a principios de los años ochenta, la tendencia consistía precisamente en el acceso a los préstamos bancarios, los cuáles alcanzaban niveles de más de 56 mmd de dólares en 1982, en tanto que los mercados de bonos y obligaciones se presentaban disminuidos por su poco desarrollo; de este modo, llegaban tan sólo a los 15 mmd. No obstante, para el año de 1987 la situación se invirtió, ya que por préstamos bancarios no se llegó a los 12 mmd de dólares, y en cambio, en lo que toca a la emisión de bonos y obligaciones se emitió un volumen por cerca de 24 mmd de dólares, como puede verse en la Gráfica 6.

GRÁFICA 6
EMISION DE VALORES DE PAISES EN DESARROLLO (1982-1987)
 (Mies de millones de dólares)



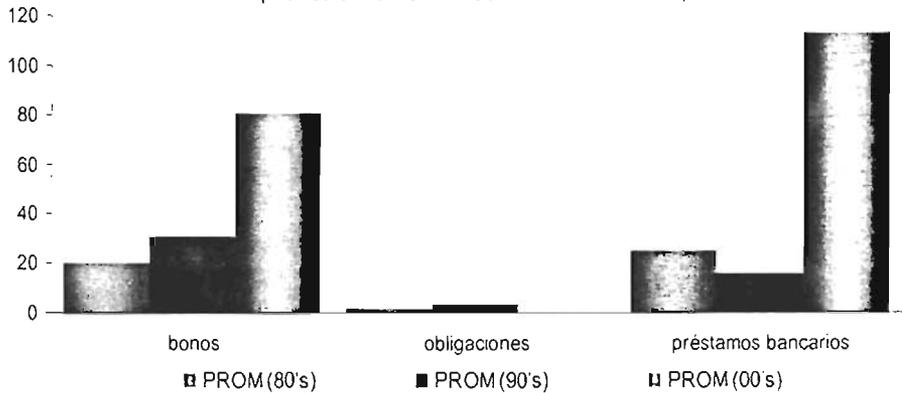
En los años noventa, se refleja el 'boom' de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y en especial a los "emergentes". De este modo, se pudo apreciar que si bien la tendencia consistía en desarrollar la emisión de valores de largo plazo (bonos y obligaciones) y de hecho mostraban una tendencia creciente, puesto que en promedio anual (1990-2000) superaban los 34 mmd de dólares, lo más sobresaliente fue el crecimiento de los mercados de capitales, concretamente las inversiones en capital accionario, las cuáles promediaron alrededor de 30 mmd de dólares.

Cabe indicar que durante el período analizado (años noventa), se tuvieron puntos máximos de movilidad de tipos de colocación de valores. Así, el monto mayor de bonos se registró en el año de 1996, con 62.5 mmd de dólares; por su parte, la emisión de obligaciones vio su punto más alto en 1990, con poco más de 11 mmd; los mercados de valores marcaron su dinamismo más elevado en 1993, con 51 mmd; y los préstamos bancarios, experimentaron su nivel más alto con 50 mmd en 1998, aunque en el siguiente año, los bancos de los países en desarrollo se presentaron como prestamistas, al colocar alrededor de 24.6 mmd de dólares (como puede observarse en la Gráfica 7)



Cabe señalar que ya para los años de 2001 a 2003, la emisión de bonos por parte de estos países, observa su máximo con alrededor de 80 mmd en promedio anual; en tanto que se ve agotada la emisión de obligaciones, con montos poco significativos; los mercados accionarios, de igual modo, se manifiestan como una buena alternativa, al promediar cerca de 43 mmd; en tanto que los préstamos bancarios, de forma inusitada, se comienzan a constituir, de nuevo, como una opción de financiamiento, presumiblemente por una tendencia a la baja de las tasas de interés, en este caso, su renovado ímpetu los lleva a promediar poco más de 110 mmd (ver Gráfica 8)

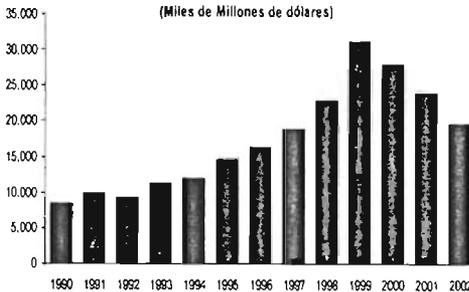
GRÁFICA 8
EVOLUCION DE LAS COLOCACIONES DE CAPITAL POR PAISES EN DESARROLLO
(Promedio anual en miles de millones de dólares)



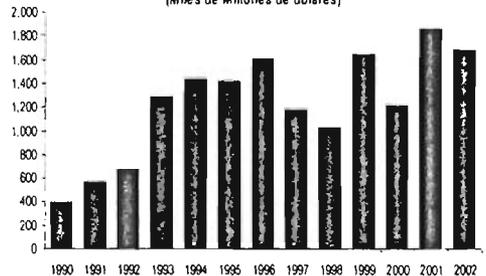
2.5.2.- Evolución del mercado accionario

En el desenvolvimiento particular de los mercados accionarios, éstos vieron una actividad de igual modo significativa durante la década de los noventa. De este modo, comparativamente el valor de mercado de estas plazas con relación al Producto Interno Bruto (PIB) de países seleccionados²⁹, pasó de una proporción del 71.1% en 1995, a 131.5% durante 1999. Entendiéndose que mientras el PIB se mantuvo casi constante en alrededor de 25.0 billones de dólares, el valor de mercado se duplicó, al pasar de 17.2 billones en 1995, a 34.9 billones de dólares para 1999.

GRÁFICA 9
VALOR DE MERCADO BURSÁTIL DE LOS PAISES DESARROLLADOS
(Miles de Millones de dólares)



GRÁFICA 10
VALOR DE MERCADO BURSÁTIL DE LOS PAISES EMERGENTES
(Miles de Millones de dólares)

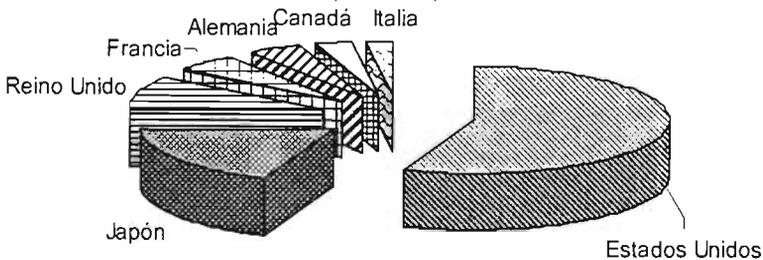


²⁹ A partir de aquí se resume información de: World Federation of Exchanges.

Por grupo de países, se puede observar que los desarrollados han visto más que duplicado su valor de mercado accionario considerando desde 1990 al 2002. Especialmente Estados Unidos, quien encabeza la lista con el 45.0% en promedio, observó un crecimiento desmesurado de 3.1 billones de dólares en 1990, para pasar a una cifra sin precedente de 16.7 billones de valoración de los activos y pasivos comerciados en bolsa para 1999; claro que para el 2000, debido_a la caída del índice Nasdaq, el valor bursátil global se ubicó en 15.2 billones, y para el 2002, se registró una nueva reducción, para ubicarse en 11.1 billones³⁰.

Le siguió Japón con una participación, en cuanto al valor del mercado bursátil, cercano al 15.1%, consiguiendo un promedio por alrededor de 3.0 billones de dólares, entre 1990-2002. En tercer término, estuvo el Reino Unido (8.4%), con poco más de 1.6 billones en promedio anual. Y en los siguientes sitios de relevancia mundial, se ubicaron Francia, Alemania, y Canadá, con montos promedio de 914, 740 y 474 mmd, respectivamente. Por último Italia, en menor medida, con un nivel promedio por 357 mmd (ver Gráfica 11).

GRÁFICA 11
DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO BURSÁTIL DE PAISES
DESARROLLADOS DENTRO DEL TOTAL MUNDIAL
(1990-2002)

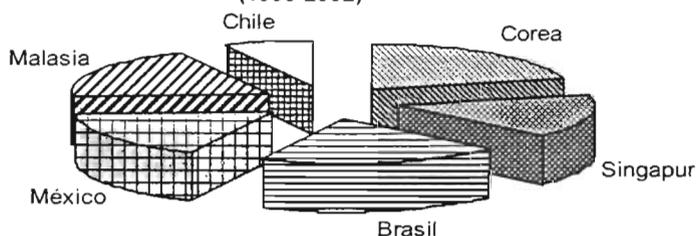


³⁰ Destaca en 1998 el valor de mercado en bolsa de principales empresas, como por ejemplo, Microsoft, con más de 407 mmd; General Electric, con 333 mmd; IBM, con 215 mmd; Exxon, con 194 mmd; y Royal Dutch/Shell Group, con 191 mmd, entre otras empresas. Fuente: Business Week (las 1000 empresas a nivel global por capitalización de mercado en 1998). Julio, 1999.

Cabe resaltar que los países en desarrollo, vieron incrementada su participación en el concurso de valoración de mercados accionarios a nivel mundial, obviamente que comparativamente con los escenarios mostrados por los desarrollados, distan mucho de alcanzar los niveles antes descritos, ya que dentro de una muestra de 11 países seleccionados por orden de importancia, se observa que en conjunto representaron del total apenas el 6.5% en promedio. Es decir, en suma lograron un valor de mercado por un billón 300 mmd de dólares en promedio anual. En esta lista, destacan los crecimientos de México y Corea del Sur, que de 1990 a 2002 aumentaron sus valores de mercado en 150.0% y 95.5%, equivalentes a 120.7 y 152.9 mmd, en cada caso. Otros países como Singapur y Brasil, vieron de igual modo aumentados sus valores de mercado, en 2 y 10 veces, esto es, logrando montos por 142.8 y 113.9 mmd, respectivamente.

En menor grado, sobresalieron países denominados emergentes con crecimientos significativos, como el caso de Chile, Argentina y Malasia, quienes tuvieron crecimientos en 2.7, 3.6 y 1.6 veces en el lapso referido (ver Gráfica 12)

GRÁFICA 12
DISTRIBUCIÓN DEL VALOR DE MERCADO BURSÁTIL DE PAISES EN
DESARROLLO
(1990-2002)

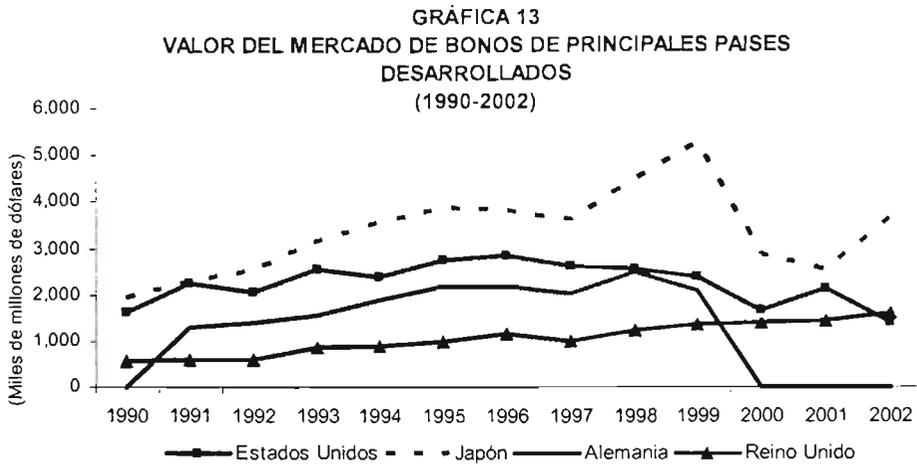


2.5.3.- Desempeño de los mercados de bonos y obligaciones

En cuanto al valor de mercado de bonos a nivel internacional, destacaron igualmente por orden de países desarrollados y emergentes, los siguientes:

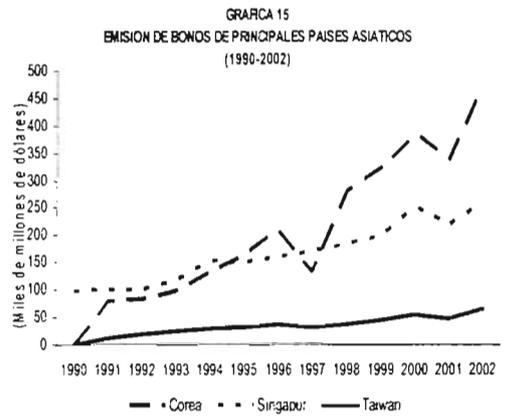
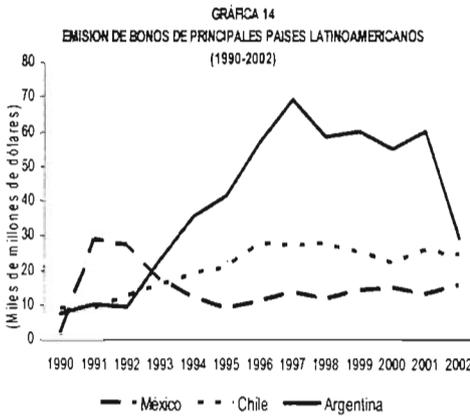
Por el lado de las potencias económicas, se observó a quienes tuvieron una actividad creciente: Japón, Estados Unidos, Alemania y el Reino Unido, países que en conjunto representaron el 57.7% del total mundial en la emisión de obligaciones, con montos individuales por 3.3, 2.2, 1.3 y 1.1 billones de dólares en promedio durante el lapso de 1990-2002, en ese orden (ver Gráfica 13)

Les siguieron: Francia, Italia y Suiza, con valores de mercado por: 720.2, 707.2 y 232.8 mmd, respectivamente.



Por su parte, los países en desarrollo, aunque con participaciones importantes en el valor de mercado de los bonos, de igual manera como ha acontecido en la valoración de los mercados accionarios, ha sido incomparable con relación a los países desarrollados. Así, en promedio anual tan sólo se emitieron por doce países seleccionados, alrededor de 506.0 mmd de dólares, de 1990 a 2002, lo que representó cerca del 3.7% del total del valor a nivel mundial. En América Latina, destacaron: Argentina, Chile y México, con volúmenes de emisión equivalentes a 39.8, 20.6 y 14.7 mmd en promedio anual, durante el período de estudio.

En tanto, países emergentes como Corea del Sur y Singapur, registraron emisiones por 206.5 y 166.8 mmd en promedio anual. Destacan la India y China, que con su aparición en los mercados de obligaciones en 2002, presentaron valores de bonos por 224.3 y 45.6 mmd, en cada caso (ver gráficas 14 y 15).



Como se puede observar con relación al caso argentino, encabezó la emisión en la región, al crecer la colocación de papeles privados en casi ocho veces desde 1990, esto es, para ubicarse en niveles de poco más de 60.0 mmd de dólares. Se puede decir que tal parece que dicho desempeño, en su momento fue de suma importancia, ya que acudieron los capitales internacionales en forma creciente. No obstante, por lo que ha experimentado el país andino en los últimos tiempos (crisis financiera de fines de 2001), bien se pudiera pensar que fue contraproducente esa acogida de capital que hizo crecer la deuda externa y por ende, tener que pagar mayores intereses, amén de que el gobierno de transición establecido, declaró la moratoria para el pago de obligaciones vencidas de compromisos adquiridos por bonos emitidos en tiempos precedentes.³¹

³¹ "Alternativas de solución en Argentina" "Reforma". México, 12 de julio de 2001. p. 10.

En cuanto a Chile y México, se tiene que sus emisiones de bonos fueron más moderadas, logrando un aparente equilibrio, aunque comparativamente con lo visto, se puede decir que con rangos visiblemente menores.

Caso diferente, fue el referente a Corea, que con una vigorosa economía se dio el lujo de realizar crecientes emisiones de obligaciones de largo plazo, las cuales crecieron en el período en casi cuatro veces, o sea, para llegar a 321.7 mmd de dólares en 1999, es decir, el equivalente al promedio de los nueve países destacados.

2.5.4.- Afluencia de la Inversión Extranjera Directa (IED)

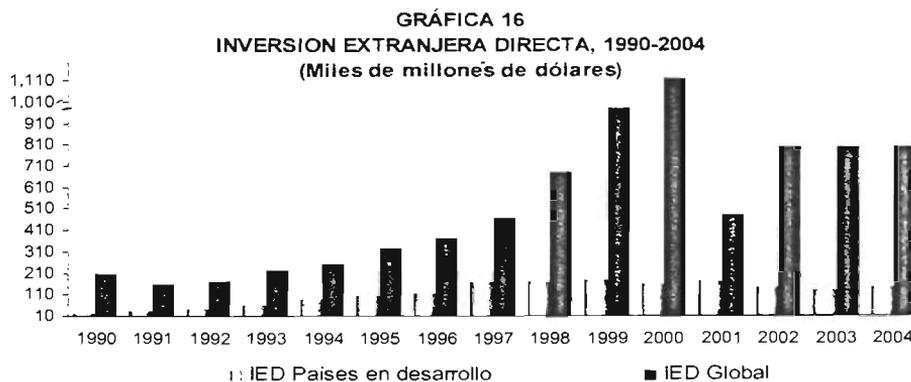
Con motivo de los diferentes cambios que se experimentaron en el mundo, desde mediados de los años ochenta, los flujos de inversión pudieron ser más abundantes y eficaces, para el mundo desarrollado, que fueron los principales beneficiados, y por consecuencia para los países en desarrollo, los cuales también se vieron favorecidos. Los factores que incidieron para el despegue de la inversión extranjera directa (IED), fueron los siguientes:

- √ Eliminación de restricciones bancarias y otras regulaciones que limitaron los movimientos de capitales productivos (Estados Unidos y Gran Bretaña).
- √ Apertura de sectores económicos estratégicos (telecomunicaciones, transporte aéreo y sector energético)
- √ Cambios en inversiones de cartera a inversiones directas.
- √ Proceso de concentración empresarial, vía fusiones y absorciones.
- √ Privatización de grandes empresas públicas (países en desarrollo).

Entre 1981 y 1985, el promedio anual de las inversiones directas, ascendía a 44 mmd³²; ya para la década de los noventa, la IED aceleraba su paso, variando de 210 mmd en 1990, a 982 mmd en 1999, para totalizar en el 2000

³² PALAZUELOS, Enrique. "La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX". pp. 95-97.

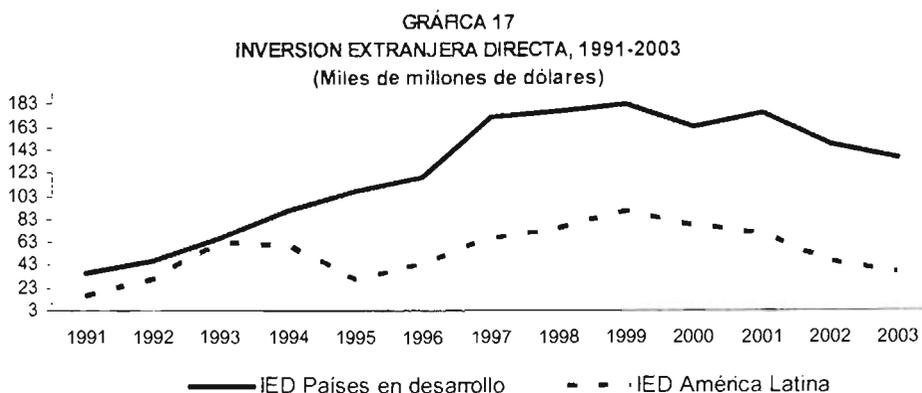
cerca de 1.1 billones de dólares. Para los siguientes años (2001-2004), los montos globales por inversión, denotaron una caída, ubicándose en cerca de 700 mmd en promedio anual (ver Gráfica 16).



Otro aspecto de importancia que debe ser destacado, se refiere a los flujos de IED que se manifestaron durante los años de estudio, hacia los países en desarrollo. Dichos flujos representaron del monto global, cerca de una cuarta parte en promedio anual en los años noventa; no obstante, para los años de 2000 a 2004, dicha proporción se redujo a sólo 19% en promedio. Es decir, en términos cuantitativos se tuvo que a nivel mundial los montos por IED alcanzaron poco más de 95 mmd de dólares en los noventa; en tanto que para los años recientes, dicha inversión ascendió a poco más de 150 mmd en promedio anual.

Lo anteriormente mostrado, evidencia que la participación de los países en desarrollo, aunque creciente en la IED durante los años noventa, representa rangos a la baja en los últimos años y si se compara dicho escenario con lo experimentado en América Latina, se podrá ver que esta región ha tenido niveles crecientes de inversión, aunque con rasgos aún marginales comparados con los del promedio de los países en desarrollo, y aún más en comparación con los flujos mundiales de IED. Así, en promedio anual se han tenido rangos de ingreso de capitales de este tipo por 51 mmd, siendo importante distinguir dos períodos en que fluyeron los recursos, hasta 1994 la región captó cerca de

61 mmd de dólares, para hacer una pausa en 1995, derivado de la crisis financiera en México, por lo cual este tipo de inversión se vio reducida hasta casi pasar desapercibida. Posteriormente, en un nuevo auge de la IED mundial, Latinoamérica retoma su posición y presenta nuevos niveles de inversión, hasta un monto máximo por alrededor de 88 mmd en 1999; no obstante, a partir de 2000 y hasta 2003, la IED inicia una tendencia a la baja, pasando en esos años de 77 mmd, a sólo 37 mmd (ver Gráfica 17)



2.5.5.- Empuje del mercado de derivados.

Cabe señalar que sobre los instrumentos de protección del riesgo financiero, destacaron cambios y desenvolvimientos notables. Así, se tiene que en promedio de 1987-1991 cuando sólo se protegía alrededor de 3.9 billones de dólares, para el período comprendido entre 1992 a 1997, la cifra ya alcanzaba los 20.2 billones; y un tercer lapso de tiempo que evidencia el crecimiento desmedido de los instrumentos de cobertura financiera, es de 1998-2003, el cual muestra que en promedio se movilizaron recursos equivalentes a 56.6 billones de dólares en promedio, es decir, este mercado se multiplicó vigorosamente en casi 13 veces. De forma particular, se tiene que los contratos a futuro de tasas de interés crecieron 7 veces, ya que el promedio observado entre 1987-1991 ascendió a 1.2 billones de dólares, para ubicarse en 9.6 billones en promedio durante 1998-2003. En tanto, el ámbito de los swaps, pasó de 2.2 a 34.7 billones en los períodos referidos. En lo referente a

las opciones sobre tasas de interés, vieron un despegue inusitado, al incrementar sus operaciones en 24 veces, para alcanzar los 12.3 billones de dólares.

TABLA 0
MERCADO ORGANIZADO MUNDIAL DE PRODUCTOS DERIVADOS
 (Miles de millones de dólares)

Concepto	1987/1991	1992/1997	1998/2003*	Var % (97/87)	Var % (03/97)
Futuros sobre tasas de interés	1.239	5.514	9.588	345.0%	73.9%
Opciones sobre tasas de interés	492	2.672	12.349	442.7%	362.2%
Swaps **	2.182	12.035	34.688	451.6%	188.2%
TOTAL DERIVADOS	3,913	20.221	56.626	416.7%	180.0%

Fuente: Banco Mundial y Bank for International Settlements (BIS)

* En el rubro de futuros, incluye información hasta 2001.

** Incluye tasas de interés y dinero.

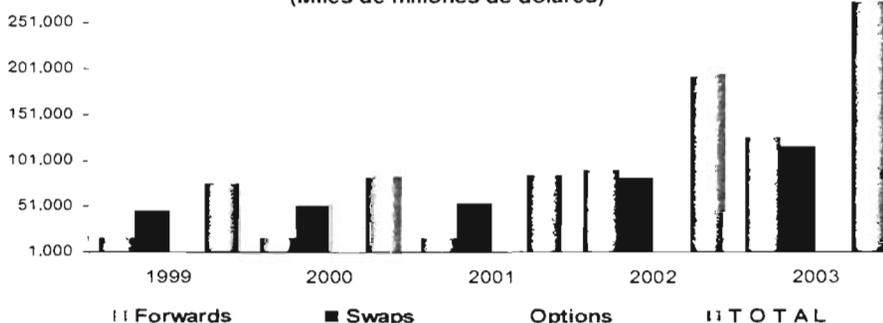
Cabe indicar que específicamente en el mercado de futuros financieros, el mayor crecimiento registrado a nivel mundial se manifestó en Europa, ya que las operaciones promedio de 1987-1991 fueron de 323 mmd, para desbordarse en el lapso de 1992 a 1997 a poco más de 2.2 billones de dólares, es decir, se registró un crecimiento de 6 veces. Y ya para los años de 1998-2003, los movimientos sumaron cerca de 4.3 billones. En Estados Unidos y Canadá, por su parte, las operaciones de futuros significaron alrededor de 8.4 billones, en el último lapso observado, contra cerca de 1.2 billones del precedente. La región Asia-Pacífico por su parte, como región financiera destacada, también experimentó incrementos en este tipo de operaciones para evitar los riesgos financieros, puesto que alcanzó operaciones por 1.8 billones de dólares en el segundo período reseñado, implicando haber crecido en cerca de 4 veces.

Si bien es cierto que el mercado organizado de derivados en el mundo ha crecido de forma impresionante, como se vio más arriba, el mercado no organizado, o como mejor se le conoce, "Over the Counter" (lo que significa literalmente "fuera de mostrador", es decir, 'mercado de común acuerdo') asombra verdaderamente en los términos a los que ha crecido, lo que habla de los niveles de dinero virtual que se movilizan actualmente en el mundo

financiero. Así, por ejemplo, en 2003 los montos de este mercado oscilaron en poco más de 272 billones de dólares.

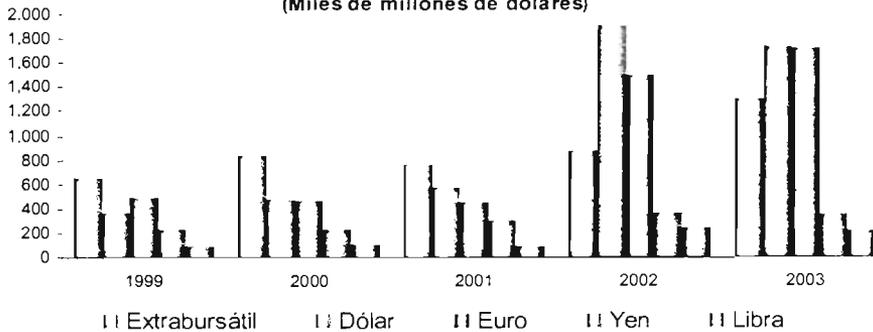
La estructura vigente del mercado OTC, muestra un crecimiento dinámico principalmente en los swaps, con alrededor de 71.0 billones de dólares convenidos en promedio anual de 1999 a 2003 (representando la mitad del total). Por su parte, las operaciones de forwards significaron al menos unos 54.1 billones en el lapso indicado y las opciones promediaron 17.1 billones de dólares (ver Gráfica 18).

GRÁFICA 18
MERCADO DE DERIVADOS (OTC), 1999-2003
 (Miles de millones de dólares)



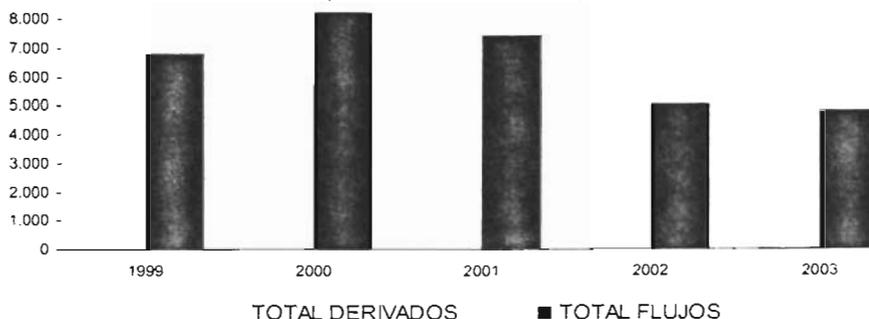
Es importante hacer notar que las movilizaciones del mercado OTC, están comandadas por actividades extrabursátiles a nivel mundial, las cuáles concentran el 14.7% del total indicado (equivalente a 18.0 billones en promedio); asimismo, las operaciones que predominaron son en dólares, en donde se concentra cerca de la cuarta parte (27.9 billones) ; otra porción similar está representada en la nueva entidad monetaria de la eurozona, el euro (con 31.7 billones). Y en menor grado, están el Yen, con el 11.6% y la Libra esterlina, con el 5.2% del total de las operaciones (ver Gráfica 19).

GRÁFICA 19
MERCADO DE DERIVADOS (OTC) VALOR BRUTO, 1999-2003
 (Miles de millones de dólares)



No obstante lo ilustrado, en donde destacan montos de capital que rebasan con mucho los niveles de los que se habló al inicio de este análisis, sobre todo de lo que se acotó relativo a la inversión global, habla precisamente que prevalece una “burbuja” preocupante de capital que carece de una base firme para poder sortear, en un momento dado, cualquier crisis financiera de proporciones colosales. Es por ello que la fuente de la información mostrada (Bank for International Settlements (BIS)), al mismo tiempo registra que la base sobre la que se realizan las operaciones de instrumentos derivados, es significativamente inferior a la que de forma abultada se negocian dichas herramientas, denominando a esta parte como “valor bruto de mercado”, la cual, en relación a los montos totales de inversión representa tan sólo, alrededor del 3.4%, es decir, un monto promedio en los últimos años (1999-2003) de 4.4 billones de dólares. O sea, en términos gruesos, se puede señalar que el total de flujos de capitales a nivel mundial en ese lapso, ronda en promedio los 6.5 billones de dólares, por lo que se podría afirmar que virtualmente se está protegiendo contra los riesgos cerca del 70% del total, aunque, como puede observarse en la gráfica 20, en 2002 y 2003 la cobertura contra los riesgos ha superado al monto total de los flujos de capital. Y también se podría afirmar, que son los inversionistas institucionales quienes están teniendo la actividad principal en este terreno, debido a las grandes cantidades de capital que recolectan del mundo, derivado a su vez de las nuevas formas que ha adoptado el sistema financiero internacional.

GRÁFICA 20
 COBERTURA VIRTUAL DE LOS DERIVADOS SOBRE EL TOTAL DE FLUJOS DEL
 MERCADO DE CAPITALES
 (Miles de millones de dólares)



2.5.6.- Nuevo desempeño de los fondos de inversión.

Precisamente parte de los inversionistas institucionales que se señalan de forma genérica, tienen el respaldo directo fundamentalmente en la figura de las sociedades de inversión y los fondos de pensiones a nivel mundial, los que gracias a su dinámica tendencia concentradora de los traspasos de ahorro proveniente de los trabajadores, han propiciado que por consiguiente los intermediarios financieros también se transformen a las nuevas formas y tendencias de la inversión de estos cúmulos de recursos, útiles para los proyectos productivos en los diversos países, sean estos desarrollados o en vías de serlo.

Ciertamente, habrá que referir que la conformación de sociedades de inversión y fondos de pensión, no es nueva. En los países desarrollados, se puede observar un camino recorrido, el cual tan sólo en los Estados Unidos tiene desde la posguerra, lo cual responde a una preocupación práctica de falta de ahorro interno que se hizo patente desde la gran crisis del 29.

Así, entre los años treinta y cuarenta, era común en Estados Unidos que las familias depositaran sus ahorros en los bancos o en algún plan de seguro de vida; los más adinerados, podían optar por el destino de recursos hacia la compra de acciones y bonos corporativos, aunque este tipo de acciones dependía de la asesoría que le pudieran dar al inversor. Ya en los años

cincuenta, con la aparición de los fondos de inversión, se modifica radicalmente el mundo de las inversiones. Así, al agrupar fondos de un gran número de inversionistas para adquirir una cartera diversificada de activos, los inversionistas individuales se beneficiaban al diversificar su cartera de activos.³³

Particularmente sobre las sociedades de inversión, se diferencian de los fondos de pensión, en el sentido de ser menos reguladas, y estar empeñadas en la inversión que les produzca mayores beneficios, teniendo cuidado (y así informarlo) de los riesgos inherentes a la volatilidad de los mercados, y principalmente, por no estar orientadas a la jubilación.

En términos resumidos, se puede indicar que en Estados Unidos el ahorro interno, guiado por las sociedades de inversión y los fondos de pensiones, transcurrió por las siguientes situaciones relevantes:

- Entre los años cincuenta y setenta, como lo predominante eran los fondos de pensión, que implicaba cuentas de jubilación a largo plazo, se hacía necesario destinar los recursos en acciones corporativas, representando así cerca del 90% del total de activos. Y en menor grado, las sociedades de inversión participaron en dicho segmento.
- A partir de inicios de la década de los setenta, derivado de problemas en los registros de compra-venta de acciones, ambas figuras orientaron su actividad en el mercado de dinero, en donde se encontraron mejores opciones de rendimiento para sus depósitos, con tasas de interés más atractivas en renta fija. De tal modo que para 1991 la proporción arriba mencionada, ahora llegaba a tan sólo el 29% y las sociedades de inversión, solamente poseían el 9% de acciones en sus carteras. Entendiéndose que aproximadamente el 60% restante se destinaba en el mercado de obligaciones de corto plazo.

³³ SELLON H., Gordon "Cambios en la intermediación financiera: el papel de las sociedades de inversión y los fondos de pensiones". pp. 34-42. En: Mansell, Catherine. Op. Cit.

- Por tal motivo, la situación descrita reorientó el comportamiento del ahorro de las familias, quienes en los años cincuenta invertían de forma marginal, tanto en fondos de pensión y sociedades de inversión; para posteriormente, en los noventa, concentrar sus inversiones de renta fija en dichas entidades, con participaciones del 27% y 10%, respectivamente.
- De este modo, la tendencia en el ahorro de las familias, consistió en un distanciamiento de la tenencia directa de valores y obligaciones tradicionales (32% entre los cincuenta-setenta); a una situación de tenencia indirecta de acciones y valores, a través de los fondos y las sociedades de inversión (18.5% para inicios de los noventa).

Es importante referir, por otro lado, que los intermediarios financieros jugaron un papel importante en Estados Unidos, al transitar por etapas también bien definidas a la par del desenvolvimiento de los fondos de pensión y sociedades de inversión. Así, las tendencias descritas implicaron cambios en los principales intermediarios de los años cincuenta: aseguradoras, bancos, sociedades de ahorro y préstamo y bancos de inversión, los cuáles no se adaptaron inmediatamente al ahorro del nuevo tipo de las familias. A continuación se describen algunos hechos sobresalientes:

- Con la nueva estructura financiera, a los bancos de inversión no se les permitió aceptar depósitos familiares ni otorgar préstamos comerciales. Así, los negocios podían pedir préstamos de corto plazo sólo a bancos comerciales y obtener financiamiento de largo plazo sólo vía bancos de inversión.
- Por su parte, la industria estaba formada por un pequeño número de casas de bolsa "mayoristas", con un fuerte control sobre la suscripción de nuevas emisiones de acciones y bonos. La mayoría de las "minoristas", ofrecían valores a los inversionistas vía grandes redes de sucursales.

- Dicha especialización, conformó el impacto de los fondos y sociedades de inversión, para algunos intermediarios significaron una amenaza competitiva, ya que tuvieron que reducir precios de sus servicios o incrementar sus tasas de pago por rendimientos. Para otros intermediarios, fue benéfica la expansión de los fondos, ya que su gran tamaño implicaron servicios de administración de inversiones y asesoría en administración de riesgos.
- Con la proliferación de los fondos, los intermediarios tradicionales, dependiendo de su especialización, se tuvieron que adaptar a los cambios. Las aseguradoras fueron quienes más se beneficiaron, en tanto que los bancos y las sociedades de ahorro y préstamo, se vieron afectadas; para la banca de inversión el efecto fue mixto, ya que las pequeñas empresas resintieron los cambios y las grandes, experimentaron beneficios.
- Los bancos de inversión se adaptaron a los cambios, gracias a que fueron menos regulados y sin cambios profundos en las disposiciones y la legislación. Por consecuencia, se generó mayor competencia entre empresas minoristas y mayoristas, reorientando sus operaciones hacia el inversionista institucional en lugar del individual, y también dando servicio a los fondos de pensión y sociedades de inversión. Asimismo, aparecieron empresas que fueron adquiriendo experiencia en la administración de riesgos y asesoría, desarrollando productos como: swaps y opciones.
- Las aseguradoras también con el auge de los fondos de pensión, se beneficiaron, ya que administraban grandes cantidades de activos de las sociedades de inversión, pudiendo compensar así el lento crecimiento de la demanda del seguro de vida familiar. Pero en la práctica no fue tal,

debido a las restricciones en la regulación en la tenencia de acciones.

También la participación de los seguros de vida en las carteras familiares bajó visiblemente en la posguerra, pero ello fue por el lento aseguramiento, es decir, un alejamiento de las familias por los seguros de vida tradicionales, hacia otro tipo de seguros e inversiones en activos con mayores rendimientos. No obstante, para los años setenta y ochenta, la tendencia de los seguros tomó una nueva dinámica creciente, derivado del crecimiento de los activos de los fondos de pensiones se modificaron las leyes, cediendo la administración de los fondos a las aseguradoras para que éstas ofrecieran planes de jubilación a quienes trabajaran por su cuenta, fomentándose así, las Cuentas Independientes para el Retiro (IRA's).

La restricción más grave que tuvieron las aseguradoras, consistió en la proporción de acciones para conformar sus carteras (sólo el 10% a principios de los noventa).

- Para instituciones de depósito, como los bancos, la competencia directa que asumieron fue con los fondos del mercado de dinero, ya que estimularon la desregulación de los techos a las tasas de interés sobre depósitos que ocurrió a principios de los ochenta. Asimismo, favorecieron la expansión del mercado de papel comercial administrado por compañías financieras, sobre los préstamos bancarios. Como ejemplo, a fines de los años setenta y principios de los ochenta, gran parte de la afluencia de ahorros familiares hacia los fondos del mercado de dinero, se canalizó a la compra de papel comercial. En los noventa, el 36% de los activos del mercado de dinero se orientaba al papel comercial.

Finalmente, con el crecimiento de los fondos y sociedades de inversión, los inversionistas individuales tuvieron mayores oportunidades de inversión y las

empresas contaron con un rango mayor de opciones de préstamos a corto plazo. Adicionalmente, el proceso de intermediación se volvió más eficiente. Antes, los mercados de depósitos y capitales estaban separados, por su ubicación y las actividades de intermediación. Así, las tasas de depósito y préstamo diferían de región en región y no guardaban relación con las tasas del mercado de capitales. Después, con la competencia entre el mercado de papel comercial, la bursatilización de los préstamos hipotecarios y de consumo, fueron vinculando las tasas. El resultado, consistió en que los ahorros familiares fluyeran más fácil hacia las oportunidades de inversión, mejorando así la eficiencia de la intermediación. El costo, no obstante, supuso un sistema financiero más frágil y menos estable (quiebras constantes de los intermediarios tradicionales desde los años setenta). Y esto se experimentó debido a la proliferación de las sociedades de inversión, ocasionando que los intermediarios tradicionales fueran menos rentables, lo cual los volvió vulnerables a los choques externos.³⁴

³⁴ Parte resumida de: SELTON H., Gordon. Op. Cit. pp. 43-57.

III.- Estructura y funcionamiento del mercado de capitales en México (1995-2001)

3.1.- Antecedentes del mercado de capitales en México (1894-1994)

El negocio bursátil inicia en 1880, con operaciones de compraventa informales.

Producto de:

- Estabilización económica y financiera en el gobierno de Porfirio Díaz (1875).
- Se forma un sistema bancario: fundación del Banco de Londres en 1864, y luego se refuerza cuando se crea el Banco Nacional de México, en 1884, como banco de depósito y emisión.
- Papeles mexicanos de deuda y acciones en bolsas europeas y de Estados Unidos.
- Ejemplo de otras bolsas en América Latina (Río de Janeiro, 1850; Buenos Aires, 1854; Santiago de Chile, 1892).

El 2 de septiembre de 1895, se inscribió en el Registro Público de la Propiedad y del comercio, la escritura de la Bolsa de México, S. A., inaugurada el 21 de octubre del mismo año, por el Presidente del Consejo: Lic. Manuel Nicolás y Echanove.

En abril de 1896, debido a que no se lograron las expectativas de los corredores de ser accionistas de su propia bolsa, y a que el mercado era menos ágil en la calle, la bolsa cerró por no registrar ninguna operación.

No obstante, se siguieron efectuando operaciones informales de valores. En 1906, según fuentes periodísticas, operaban así: 70 empresas mineras, 20 empresas industriales y 30 instituciones bancarias.

En 1907, se funda una bolsa nueva: la Bolsa Privada de México.

Auge en 1911, con emisión de valores mexicanos en bolsas europeas y en Estados Unidos y Canadá.

En 1910, se le denomina: "Bolsa de Valores de México, S.C.L." (calle 5 de mayo, número 209).

Entre 1918 y 1931, México no experimentó el auge bursátil mundial, ya que estaba en un proceso de consolidación económica y política, sobre todo, por el auge petrolero que ya presentaba³⁵

Como se indicó más arriba, desde 1880 se negociaban acciones y algunos títulos de deuda a largo plazo (mercado informal), pero el mercado formal como tal, se instituye en los albores del año 1894, se funda la bolsa, con un listado de tan sólo tres emisiones gubernamentales y ocho correspondientes a la iniciativa privada. No obstante, este inicio fue poco relevante.³⁶

Ante dicha situación, las autoridades mostraron preocupación al pretender regular el sistema e iniciar un mercado activo de valores, por medio de la Ley de 1939 sobre Venta Pública de Acciones, así como la nueva Ley Orgánica de Nacional Financiera de 1940. Dicha Ley, permitió que Nafinsa planteara mecanismos para apoyar así al incipiente mercado de capitales, a través de lo siguiente:

- Apoyando a los intermediarios financieros con créditos sobre la garantía de valores.
- Ayudando al financiamiento accionario.
- Incentivando el desarrollo de las bolsas de valores.

En función de lo anterior, las tareas de Nafinsa quedaron de la siguiente forma:

- Compra-venta de valores para realizar: préstamo, reporto, opción o anticipo.
- Tener opción de compra-venta sobre valores públicos o privados (tanto nacionales, como extranjeros).
- Participar en sociedades con terceros o por cuenta propia.
- Conservar títulos o valores como prenda por emisión.
- Participar en la emisión de valores.
- Garantizar a inversionistas el pago de amortizaciones, intereses o dividendos.

³⁵ HEYMAN, Timothy. *Op. Cit.* pp. 179-194.

³⁶ A continuación se presenta un resumen de los antecedentes históricos principales del mercado de capitales en México, en: Caro R., Efraín. Et. al. "El mercado de valores en México (estructura y funcionamiento)". pp. 125-145.

- Recibir títulos en depósito o administración.
- Ser miembro de la Bolsa de Valores.
- Constituirse como catalizador de cotizaciones y estados financieros de empresas.
- Fungir como árbitro en negociaciones de valores.
- Actuar con discrecionalidad para la venta de acciones al público.
- Depositario de: títulos consignados en prenda por instituciones de crédito (en garantía) y títulos, valores y obligaciones que forman las reservas de seguros, fianzas y bancos.
- Responsabilidades de:
 - Regulador (como lo hace actualmente la CNBV)
 - Hacedor de mercado ("market maker")
 - Inversionista institucional (tomador de papel-regulador de oferta-demandante de valores)
 - Emisor
 - Garante
 - Depositario

No obstante, a pesar de todas estas facultades y atributos, válidos dentro de un patrón técnico, Nafinsa no pudo impulsar el Mercado de Capitales en México, fundamentalmente por lo siguiente:

- Problemas de falta de liquidez en el mercado.
- Regulación hacia la banca de inversión para garantizar emisiones de bonos, con la cancelación de carteras accionarias.

Para 1975, se propone la Ley del Mercado de Valores, con lo que se inicia la etapa de institucionalización del mercado de valores, creándose en función de ella:³⁷

- Comisión Nacional de Valores

³⁷ Una reseña con apuntes interesantes sobre lo ocurrido en estos años intensos (de altas y bajas), puede consultarse en: BELLO, Alberto. "Desde el piso de remates". pp. 168-177. En: "Expansión". Enero de 2004 (35 años).

- Casas de Bolsa
- Indeval
- Asociación Mexicana de Casas de Bolsa

Los lineamientos de la citada Ley, incidieron en el desarrollo del mercado, al propiciarse lo siguiente:

- Conocer con facilidad los tipos de títulos a comerciar y los términos de las ofertas y demandas (al ponerlas en contacto eficazmente), lo que supuso mayor: liquidez, seguridad, economía y expedición.
- Regular a los intermediarios en operaciones con valores:
 - Organizarlos como sociedades mercantiles (mejorar servicios y proteger los intereses del público).
 - Realizar operaciones con ventajas competitivas (recibir u ofrecer financiamiento).
 - Construir carteras de valores para dar liquidez al mercado.
 - Estimular la demanda de valores, con el otorgamiento de créditos.

Con lo resumido anteriormente, se atacaba lo siguiente:

- **Liquidez**.- los intermediarios practicarían el "market maker" al financiar inventarios de valores.
- **Seguridad**.- reglas y políticas planteadas por las autoridades, para garantizar la transparencia.
- **Diversificación**.- diversidad de instrumentos, para atraer nuevos participantes.

Los resultados de dichas acciones, no se vieron de inmediato, sino hasta fines de 1976 (con crisis devaluatoria):

- Entre 1975 y 1978, el importe operado creció en un nivel creciente, equivalente al 132%; en tanto que tres años antes de la promulgación de la Ley, creció sólo en 40%.
- Se manifestó una creciente demanda de valores accionarios, lo que implicó aumento de precios, hecho que

no fue contrarrestado por nuevas incorporaciones de empresas o valores. Este panorama general, dio el preámbulo para el primer crack bursátil.

Posteriormente, para fines de los años ochenta y principios de los noventa, se sintetizan los principales eventos:

- Impulso, creación y desarrollo de nuevos instrumentos.
- Las alternativas de inversión y financiamiento se triplicó de 1985 a 1994.
- Variantes en operación de negociación de acciones: ventas en corto, títulos opcionales, arbitraje internacional.
- Cambios en emisiones de renta fija, lo que supuso sustituir tasa fija por tasa variable; indizar rendimiento al tipo de cambio (se incorporaron certificados y pagarés a mediano plazo).
- El número de empresas emisoras pasó de 200 (hasta fines de 1985) a cerca de 800 (fines de 1993). Incluyéndose emisiones de acciones, obligaciones, bonos y sociedades de inversión.
- La Etapa de Modernización, conllevó a: la desregulación, apertura financiera, entrada vigorosa de capitales, sistematización de operaciones, intermediación extranjera (siendo este el mercado más rentable a nivel mundial).
- "Un sistema financiero moderno y competitivo, permite captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros en forma eficiente. La experiencia de los países desarrollados, indica que el crecimiento económico está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales".³⁸

³⁸ Caro R., Efraín. Et. al. Op. Cit.. p. 120.

3.2.- Breve reseña de la conformación actual del mercado de capitales.

Como es sabido, el mercado de capitales en México está formado por activos financieros negociables emitidos para proyectos de largo plazo, en forma de deuda o como participaciones en el capital de una empresa. En resumidas cuentas, se está hablando de instrumentos que se inscriben en el mercado de renta fija, como los bonos y las obligaciones dentro del primer segmento indicado (deuda); y de acciones representadas por las empresas, ubicadas en el mercado de renta variable. Y adicionalmente, se puede decir que otro segmento que se adiciona al mercado de capitales, como se ha venido describiendo a través de este trabajo, es lo concerniente al desarrollo de las sociedades de inversión administradas por los fondos de inversión, tanto en los nichos de renta fija y de renta variable.

El mercado de capitales se desenvuelve dentro del mercado de valores y tiene su principal accionar en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV); adicionalmente, el marco legal vigente e instituciones financieras como: la Ley del Mercado de Valores, el Registro Nacional de Valores, la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) y el Indeval, son entre otros, quienes regulan y apoyan la intermediación de los instrumentos de este mercado en el país.

Tradicionalmente se ha concebido que la demanda de financiamiento a largo plazo (emisión de valores) está conformada por los principales actores de la economía real, como son: el sector público, el cual engloba al mismo Gobierno Federal, gobiernos estatales, empresas paraestatales (Pemex, CFE), que requieren de capital de inversión para obras de diversa índole (configuración de refinerías, ampliaciones en redes de gas natural, nuevas obras de presas para electrificación, entre otras). Por otro lado, el sector privado, donde participan, tanto instituciones financieras (bancarias y no bancarias); así como empresas en general.

Y por otra parte, se tiene a la oferta de los recursos, que dentro del entendimiento del sistema financiero, se habla de los agentes que presentan una situación superavitaria de recursos dinerarios y que se podrá convertir en capital, una vez que se direcciona hacia los instrumentos del mercado de

capitales antes señalados. Obviamente que quienes representan a esta parte, son: personas físicas comunes y corrientes que con su ingreso, por ejemplo, a una sociedad de inversión que a su vez destina sus recursos en carteras que contienen diversas opciones de inversión (de rentas fija y variable), gozan de una participación activa en el mercado de capitales; por otro lado, empresas no financieras diversas (micro, pequeñas y medianas empresas, inclusive) pueden participar como oferentes de capital o como inversionistas en el mercado; y quienes de hecho tienen un papel preponderante en este mercado, los inversionistas institucionales (las mismas sociedades de inversión y compañías de seguros). Así, todo el conjunto de la oferta de capital, buscan lo primario: reducir al máximo los riesgos y pugnar por los máximos niveles de rendimientos y liquidez.

Consiguiendo estos propósitos, dentro de una gama de diversificación de la inversión en títulos o valores a más largo plazo (bonos gubernamentales a 30 años) o buscando la adquisición de acciones de empresas con menores problemas financieros, con expectativas futuras de crecimiento y solidez.

Deberá quedar claro que el mercado de capitales, como los demás que funcionan dentro del mercado de valores, se insertan en dos niveles: el mercado primario y el mercado secundario.

3.2.1.- Estructura de funcionamiento (pasado reciente y actualidad)

3.2.1.1.- Mercado primario

En el mercado primario se manifiesta la distribución original de colocaciones de títulos, por parte de los agentes emisores (como se vio más arriba), buscando con ello aumentar su capital en momentos de coyuntura de precios, costos y requisitos de colocación, aunque con ello se incrementen paralelamente los niveles de deuda (pasivos de largo plazo). o también se entiende como el mercado donde se colocan las nuevas emisiones de valores con una "oferta pública inicial" de las acciones de una empresa (la emisora). Ello implica que la acción se "inscribe" (listar, registrar) en bolsa. Y es pública, para conocer el capital ofrecido y la cantidad de inversionistas, ya que de lo contrario, no se

garantizaría la liquidez del valor y no habría mercado³⁹. Cabe indicar que los recursos obtenidos por las empresas, se orientan a empresas con proyectos de expansión o para reestructurar costos de capital.

3.2.1.1.1.- Emisión accionaria

- Ventajas de una colocación o venta accionaria:
 - Reducir costos de capital: el costo de capital de una colocación pública es menor que una colocación privada (y ambos son menos costosos que un crédito bancario).
 - Mayores recursos para empresas: la emisión de acciones como la forma más adecuada, en un mundo globalizado, para obtener capital.
 - Diversificar la estructura financiera: rige más en economías avanzadas, aunque ya se tienda a pasar de "empresas familiares" a "empresas públicas".
 - Obtener primas por venta de capital: la colocación primaria es vendida por arriba del valor en libros, lo que conduce a un premio por arriba del valor real del negocio.
 - Equilibrio del flujo de efectivo: las acciones comunes no obligan a efectuar pagos fijos a los accionistas. Si hay utilidades pagarán dividendos sobre acciones. Si usa deuda, los pagos afectarán su flujo de efectivo.
- Desventajas de una emisión accionaria:
 - Con acciones comunes se amplían los derechos a voto, o los nuevos participantes pueden tener cierto control de la empresa.
 - Dichas acciones, otorgan derechos a participar en ingresos de la empresa a más socios.
 - Se puede aumentar el costo del capital, si la empresa tiene más capital a deuda.

³⁹ HEYMAN, Timothy. *Op. Cit.* p. 197.

- Modalidades de emisión accionaria:
 - Oferta pública⁴⁰: la emisión se ofrece vía una bolsa de valores.
 - Determinar variables: porcentaje de acciones con derechos corporativos íntegros; porcentaje de acciones de libre suscripción; y porcentaje de acciones neutras.
 - Coyuntura: momento más adecuado para la emisión (autorización, sensibilidad a tasa de descuento, presión competitiva, situación económica, múltiplos, saturación de mercado)
 - Costos de emisión: directo por emisión, marginal de capital y patrimonial.
 - Evaluar efectos corporativos de una emisión: posición del balance, valor económico, calidad de relación con nuevos socios, sinergias, productividad.
 - Determinar precio de colocación:
 - Criterios macroeconómicos: inflación, tasas de interés, evolución de sectores productivos (PIB).
 - Criterios microeconómicos: evolución actual de la empresa, fortaleza comercial, ventajas competitivas, posición financiera estratégica, calidad gerencial, perspectiva.
 - Condiciones del mercado de valores: liquidez y situación de precio/utilidad (mercado y empresas afines).
 - Oferta privada⁴¹: se ofrece a inversionistas previamente seleccionados.

⁴⁰ También denominada "oferta primaria", que implica "aumento de capital", coloca acciones para recibir fondos que van a financiar a la empresa. HEYMAN, Timothy. *Op. Cit.* p. 180.

⁴¹ Categorizada como: "oferta secundaria", lo cual significa que un accionista está vendiendo un "paquete" de acciones y los fondos van para él mismo, no para la empresa. Y también se tiene

- Las emisiones que amparan derechos corporativos y que pocas veces se negocian en las bolsas, se efectúa directamente con un grupo de inversionistas seleccionados. Los objetivos son iguales a una colocación pública.
 - En México es prácticamente inexistente, ya que la mayoría de las empresas son pequeñas y medianas (y se manejan familiarmente), y presentan poca cultura financiera.
- Requisitos de inscripción de acciones (por organismos de regulación)⁴²
- Solicitud de le empresa emisora (aprobada por la CNBV y la BMV)
 - Con solvencia y liquidez adecuada (demostrar fortaleza económico financiera)
 - Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).
 - Efectuar un "floating" entre el mayor número de inversionistas (porcentaje mínimo de capital ofertado que garantice bursatilidad).
 - Proporcionar información que solicite la CNBV y la BMV.
 - Cumplir con normas del mercado
 - Sección "A": pagar comisiones por listado (1.5%) y por mantenimiento (0.75% sobre el capital neto)
 - Sección "B": pago por listado y mantenimiento (0.8%)
- Modalidades de oferta primaria pública

otra modalidad, que es: la "oferta mixta" que supone que una parte se dedica a financiar la empresa y otra a colocar acciones que son propiedad de un accionista. *Ibid. p. 180.*

⁴² Pasos a seguir: a) Para listarse en la BMV, hay que pagar un estudio técnico por 5 mil Udi's (17 mil pesos); b) inscribirse en el Registro Nacional de valores de la CNBV, pagando por ello, el 0.18% de su capital total (650 millones de pesos); c) Solicitar el listado a las autoridades y entregar documentación legal, corporativa y financiera. En total, una empresa mediana debe pagar un monto cercano a: 2.1 millones de pesos; y a una empresa grande, le implicará un costo global por: 11.9 millones. "Reforma", sección "Negocios", 27 de mayo de 2004. p.1

- Compromisos de oferta de suscripción (venta directa): la empresa vende la emisión al banco de inversión o casa de bolsa, y estos venden al inversionista (sindicato de venta).
- Derechos sobre oferta de emisión (Rights Offering): cada accionista recibe opciones en forma de warrants, para comprar la emisión y un derecho es emitido por cada acción poseída.
- Ofertas competitivas: lograr mejor precio vía mecanismos competitivos, que implican ordenes de compra y venta en el período y asignar precio de equilibrio.
- Ofertas negociadas: el emisor negocia condiciones y términos de la oferta con intermediarios o inversionistas (se evita la explotación de información privilegiada).
- Ofertas con registro tradicional: emisión efectiva después que se cumplen procedimientos de registro.
- Shelf Registration (no aplica a México): permite a empresas en Estados Unidos, con más de 150 millones de dólares de acciones poseídas por inversionistas no afiliados, que registren los montos de títulos que esperan colocar en una oferta pública en los siguientes dos años.
- En firme: el suscriptor (casa de bolsa o banco) acuerda comprar toda la emisión a un precio preestablecido (para su posterior venta).
- Al mejor esfuerzo: el intermediario bursátil no se compromete a comprar la emisión, sino venderla cuando mucho, a un spread preestablecido. Y también podría acordarse, que si no se coloca en su totalidad, la oferta se cancela.
- Oferta con estabilidad de precios: el intermediario recibe el derecho de comprar acciones adicionales de la empresa emisora después de la oferta inicial (se puede hablar de un

15% de la oferta). Esta modalidad, pretende contrarrestar el efecto negativo de "Clifford".

- Bought Deal: modalidad en la colocación fundamental dentro de revolución financiera mundial.
 - Colocaciones simultáneas de títulos de una empresa pública o privada en mercados principales.
 - Variante de la oferta en firme, con la salvedad de que el intermediario bursátil acuerda comprar inmediatamente (sin "road show") al emisor a un precio fijo (o a cupón dado si es bono).
 - Los creadores de esta variante, fueron Michael Von Clemint Hans-Joery Rudloff.

3.2.1.1.2.- Emisión de obligaciones

- Emisión de obligaciones (Oferta Pública)
 - Proceso similar al de las acciones:
 - Determinar monto a emitir.
 - Establecer apalancamiento financiero positivo.
 - Definir momento en que el apalancamiento es negativo.
 - Calcular momento idóneo de la emisión.
 - Ver formas de amortización: sólo pago, programada, anticipada (otorgar premio a tenedores), indirecta (cuando se paga por conversión de la obligación en capital).
 - Costos de emisión: costos directos e impacto en costo de capital de empresa.
- Requisitos de inscripción de obligaciones.
 - Solicitud de empresa emisora (aprobada por la CNBV y la BMV).
 - Carta con rasgos de la emisión.
 - Información global de la empresa.

- Ficha de depósitos de títulos en Indeval.
 - Inscripción en el RNVI.
 - Adeudos bancarios.
 - Empresas subsidiarias y situación laboral.
 - Calificación de emisión.
- Cuotas por listado y mantenimiento
- Por listado, van desde 9 mil a 52 mil quinientos pesos, según el importe.
 - Y por mantenimiento, se ubican de 7 mil quinientos a 40 mil quinientos pesos.

3.2.1.2.- Mercado secundario

3.2.1.2.1.- Reventa de títulos

Por su parte, en el mercado secundario se realizan las operaciones de reventa de obligaciones y acciones, en su caso, de acuerdo a la oferta y demanda prevalecientes, es decir, los títulos cambian de manos, donde los inversionistas pueden, antes del plazo de vencimiento, vender el título a otro inversionista, con lo que podrán recuperar parte de lo invertido.⁴³ Cabe señalar que en este segmento, no se generan recursos para el emisor original del mercado primario, sino que, como se indicó, sólo se revenden los valores en el mercado bursátil.

En esta fase, los intermediarios (casas de bolsa), juegan un papel principal, ya que su objetivo es dar liquidez a los valores en general, colocados en ofertas primarias. Ciertamente, en la BMV este mercado ha mostrado mayor profundidad en los últimos años (1989-1993), derivado de la gran afluencia de inversión extranjera. De este modo, se tuvo que el volumen de acciones creció

⁴³ Una empresa puede requerir financiamiento a largo plazo emitiendo obligaciones a 5 años, las cuáles pueden ser adquiridas por un inversionista a corto plazo (un año). Por ejemplo, si el Grupo Cifra quisiera capitalizarse para efectuar una inversión de expansión de tiendas departamentales, para ello, emite valores por el monto requerido con un precio de 50 pesos cada título y obligándose a pagar un rendimiento de 15 puntos por encima de la inflación a un vencimiento de 15 años. Así, quien originalmente adquiera los bonos y antes del plazo los quiera vender, deberá acudir al mercado secundario para poder transferir los derechos a otro inversor. En: Gitman, Lawrence. "Administración Financiera Básica". Mimeo. p. 1.

en casi el 300% y el intercambio de acciones fue mayor en más de 12 veces en el lapso indicado. (Ver Capítulo IV).

Por tanto, se estará hablando de tres fases por la que los títulos del mercado de capitales discurren: la **emisión** inicial en el mercado primario; la **operación** dentro del mercado secundario, que se refiere al tratamiento del título en cuanto a su reventa, lo que a la vez supone: sus características, las condiciones de precio, rendimiento; y finalmente, la parte sustantiva del mercado: la **liquidación** del título y también las condiciones en que ésta se da. (ver los diagramas de la estructura del mercado de capital en México, en el Anexo Documental 2, pp. 198-200).

Dentro de la operación, en la década de los años noventa, la BMV ha experimentado avances, ya que, "en materia de sistemas electrónicos para la negociación de valores, en marzo de 1992 puso en marcha el Sistema Integral de Valores Automatizados (SIVA Remate Electrónico). se utilizó para la negociación de títulos de renta fija y acciones del mercado intermedio (posteriormente Mercado para la Mediana Empresa Mexicana)".⁴⁴ Dicho sistema de operación electrónica se liberó en 1993 y se instauró con el nombre de Sistema Automatizado de Transacciones Operativas (SATO).

Es así como "en agosto de 1996 fue liberado el Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación, BMV-SENTRA Capitales, diseñado para la negociación de acciones, obligaciones, warrants, picos, acciones listadas en el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC), y registro de precios de sociedades de inversión, así como para la realización de ofertas públicas, operaciones de registro y subastas".

"En un principio, el sistema constituyó un complemento a la operación en el piso de remates del mercado de capitales. Las acciones inscritas en la BMV eran operadas de viva voz en el piso de remates o a través del BMV-SENTRA Capitales, pero nunca en ambos simultáneamente. Las acciones operadas a través del BMV-SENTRA Capitales eran únicamente aquellas que a juicio de la

⁴⁴ BMV, "Antecedentes de Sistemas de Negociación." www.bmv.com.mx.

BMV, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) y las casas de bolsa, contaban con las características adecuadas para su negociación electrónica.

“Sin embargo, como resultado de la exitosa operación del BMV-SENTRA Capitales, y por decisión del Consejo de Administración de la BMV, la negociación de valores del mercado de capitales bajo el esquema tradicional de “viva voz” en el piso de remates fue gradualmente transferida al sistema electrónico.

“Es así como, en enero de 1999 las últimas 32 emisoras y 49 series accionarias operadas en el piso de remates fueron incorporadas a BMV-SENTRA Capitales para su negociación. De este modo el 100% del mercado de capitales es operado a partir del 11 de enero de 1999 a través de sistemas electrónicos”.⁴⁵

3.2.1.2.2.- Principales instrumentos

De este modo, la estandarización de operaciones que ha implicado mayor facilidad para el mercado secundario, se ha percibido en el proceso operativo de los principales instrumentos, tanto en renta fija y renta variable. A continuación, se describen algunas características:⁴⁶

□ Renta fija

- Los lotes mínimos son de 10 mil pesos del total del valor nominal de los títulos negociados.
 - El nombre de “puja” se da al importe mínimo en que puede variar el precio del título (en función del precio de mercado).
 - El objetivo es que las variaciones de los precios se desarrolle ordenadamente.
 - En renta fija, la puja es constante.

□ Renta variable

- Montos mínimos que pueden ser comprados y vendidos.
- Pujas máximas en precios.

⁴⁵ BMV, “Antecedentes de Sistemas de Negociación.” Lugar cit.

⁴⁶ Caro R., Efraín. Et. al. Op. Cit., p. 130-135.

- Variaciones de precios máximos de los títulos accionarios, para que los precios varíen de forma ordenada.
- Ventas en corto, cuyo objetivo es ordenar el proceso de operación (cuándo y sobre qué títulos).
- Para acciones, definir horarios específicos de operación de las emisiones cotizadas, con reglas y mecanismos para una operación ordenada y transparente.

3.2.1.2.3.- Principales formas de operación

Luego, sobre las formas de operación, también se puede verificar que han evolucionado, derivado de las nuevas tecnologías implantadas. Por tal motivo, se hace un breve recuento de su evolución reciente:

- Operaciones "viva voz"
 - Compradores y vendedores mencionaban en voz alta y clara ofertas y/o demandas, cantidad de títulos y sus precios y con la palabra "cerrado" se aceptaban las condiciones de la posición dada. El operador que fungía como vendedor, llenaba la ficha con los datos de la operación (número de título, precio, emisora y serie), firmando la "orden respectiva".
- Orden en firme
 - El operador de piso elaboraba la ficha y la entregaba al "corro", indicando si compraba o vendía. Esta operación, tenía ventaja sobre la operación de "viva voz", si la mejoraba. Si alguien estaba interesado, decía: "cierro comprando o vendiendo"
- Orden de cruce
 - Previa autorización de un juez, un mismo operador reunía órdenes de compra-venta de varios clientes sobre una misma emisora. Si las posturas coincidían se hacía el cruce.

Se anunciaba por micrófono, mencionando las palabras: "doy" o "tomo".

Ahora, con el sistema Sentra, se tienen tres tipos de cruce:

- **Cruce Tradicional:** En un mismo formato, considera la parte vendedora y compradora con un tiempo de duración de 20 segundos, en donde la Casa de Bolsa que inicia la operación puede ceder un mínimo de 5% de la venta y la compra.
- **Cruce Sujeto a Participación:** Cuando se encuentran en el Libro Electrónico dos posturas extraordinarias contrarias de un mismo intermediario cuyos precios sean asignables entre sí, inicia un cruce con duración de 20 segundos, en donde la Casa de Bolsa que inicia la operación puede ceder hasta el 100% de la venta y la compra.
- **Cruce de Cierre Directo:** Cuando se encuentra en el Libro Electrónico dos posturas de un mismo intermediario (al menos una calificada como ordinaria y con importe menor a 250,000 UDIS). Se realiza automáticamente la operación, sin que exista la participación de otro intermediario.⁴⁷

□ **Operación de cama**

- Operaciones en "firme" con operaciones de compra o venta con un margen de fluctuación en el precio. El operador que pone la "cama", está obligado a cotizar un volumen de acciones, estableciendo ofertas de compra y venta, quien acepte, está obligado a ser la "contraparte".

□ **Operación de registro**

- Un solo operador, da cuenta de colocaciones primarias por oferta pública o registrar precio en sociedad de inversión.

□ **Ventas en corto**

⁴⁷ BMV, "Posturas y Operaciones." Lugar cit.

- Se venden valores que no se tienen (se piden prestados).
- Inicia el proceso con el préstamo de valores, con inversionistas interesados en mantener posición accionaria, por lo que deciden prestar sus valores a cambio de una prima.
- Quienes toman en préstamo a estos valores, estiman que tendrán ajuste negativo en su precio y los venden al contado, adquiriendo el compromiso de devolverlos en un plazo fijado.
- Este mecanismo, dota al mercado de seguridad y transparencia.

3.2.2.2.4.- Liquidación de títulos

En cuanto a la liquidación de los títulos operados en el mercado de capitales en México, se han destacado las siguientes formas:

- De Contado: operaciones que deben liquidarse a los dos días hábiles de efectuada la operación, para acciones y obligaciones.
- De Plazo: la compra-venta será a plazo, cuando se pacte la liquidación diferida (a fecha posterior pero como si la operación se hubiese hecho de contado. No más de 360 días naturales [cabe indicar que dicha forma de liquidación fue suspendida en abril de 1995]).
- De Futuro: se acordaban fechas futuras para operaciones, a un precio dado sin importar las condiciones del mercado de contado [también suspendida].
- Operaciones derivadas: las operaciones están condicionadas por el comprador a ejercer su derecho (o no) de comprar o vender los valores a un precio, plazo y cantidad definidas.

3.2.2.2.5.- Títulos participantes

Cabría elaborar un panorama general que ilustre cómo funciona el mercado de capitales, específicamente en lo relativo a los títulos que ahí participan:

Valores gubernamentales

- *Bondevs*: bonos de desarrollo del gobierno federal de largo plazo denominados en moneda nacional, obligándose el gobierno a pagar el valor nominal más los intereses estipulados a la fecha de vencimiento. Su valor nominal es de 100 pesos por título y su premio se calcula a partir de la tasa líder de los Cetes a 28 días o del pagaré bancario a un mes vigente. Pueden adquirirse por personas físicas y morales, tanto nacionales, como extranjeras.
- *Ajustabonos*: títulos de crédito de largo plazo (3 y 5 años) denominados en moneda nacional. Lo que distingue a este valor del primero, es que ofrece una tasa de rendimiento al inversionista que lo protege contra movimientos inflacionarios, pagándolo una tasa en términos reales al término de la vigencia de la emisión. Su valor nominal es de 100 pesos por título y pueden adquirirse por personas físicas y morales, tanto nacionales, como extranjeras.

Obligaciones (renta fija): componente más relevante del mercado de mediano y largo plazos. Títulos de crédito nominativos, que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima. Su objetivo, es obtener financiamiento a largo plazo. Su origen es relativamente reciente, ya que a fines de los años setenta predominaban las hipotecarias. Entre los años ochenta y noventa, el mercado de obligaciones tomó un

papel relevante, aunque se reconoce que la profundidad del mismo y la falta de liquidez, disto de ser satisfactorio.⁴⁸

Las obligaciones son pagaderas al portador y tienen rendimientos diversos. Su valor nominal oscila entre los 10 y 100 pesos. Se venden a la par, lo que significa por su valor nominal, o por abajo o arriba de su valor, es decir con prima o con descuento. Su adquisición se efectúa después de la publicación de la oferta pública por la empresa interesada, indicándose número de documentos comprometidos, tasas de rendimiento ofrecidos, valor nominal de cada título y la casa de bolsa o agente colocador. Adicionalmente, los pagos o amortizaciones pueden ser en una sola exhibición o en plazos prefijados, por ejemplo, pagos equivalentes al 20% por cada año, durante un lapso de cinco años.

- *Obligaciones clásicas*: títulos con tasa de interés constante y pagadero de forma periódica.
- *Obligaciones indexadas*: propuestas para mercados financieros turbulentos y volátiles, donde las tasas de interés son difíciles de preverse. Por tanto, ofrecen rendimientos variables durante su vigencia, relacionando tasas de interés e inflación.
- *Obligación con cláusula de participación en los beneficiarios*: además de ofrecer una prima, se permite al tenedor, bajo ciertas circunstancias, participar en los resultados de la sociedad.
- *Obligaciones convertibles*: ofrecen el derecho (más no la obligación) a sus tenedores de poder canjear los títulos por acciones de la empresa, de acuerdo en condiciones prefijadas, sobre todo de tiempo (a un año o dos de su emisión, por ejemplo). Con estos

⁴⁸ Ibid. pp. 122-124.

títulos, las empresas pretenden lograr mayor número de socios y capitales propios.

- *Obligaciones Warrant:* se refiere a una especie de cupón ajeno a las obligaciones, que permite adquirir acciones a un precio prefijado (más favorable al de mercado). A diferencia de la obligación convertible, el warrant si confiere la obligación de cambiar directamente por la acción y no hay amortización previa.
- *Obligaciones subordinadas:* significa que al momento de su liquidación por parte de la sociedad emisora, los tenedores tienen mayores privilegios por encima de los accionistas para su liquidación.

Acciones (renta variable):

- representan la proporción del capital de una empresa, las cuáles pueden ser emitidas en el mercado de capitales, dándole al tenedor la calidad de socio, que a la vez supone contar con derechos y obligaciones de carácter económico y de política sobre la empresa. Pudiendo a su vez acreditar y transferir los derechos.
- Sobre los derechos económicos, se entenderá el predominio de los preferentes, que supone una distinción especial en cuanto a las participaciones en ampliaciones de capital. En cuanto a los derechos políticos, el más relevante es poder participar en la Junta General de Accionistas, órgano que tiene injerencia sobre el Consejo de Administración. Aunque depende del nivel de posesión de acciones para poseer ciertos derechos.
- Se emiten al portador con valores nominativos: de un rango de 10 a 100 pesos, inclusive.

- Su colocación varía según los instrumentos manejados: de primera emisión, fundacional o de sucesivas ampliaciones de capital.
- La amortización difiere con respecto a las obligaciones, en el sentido que las acciones son de carácter indefinido y sólo puede ocurrir, cuando existe una disolución o una quiebra de la empresa que lo motive.
- *Acciones Comunes.*- dan a sus tenedores derechos corporativos (voto limitado).⁴⁹
- *Acciones Preferentes.*- títulos de capital propio, con derecho a recibir un dividendo fijo pagado antes de la distribución de utilidades a las acciones comunes.
- *Acciones de Sociedades de Inversión (acciones, warrants, valores, bonos)*

3.2.2.2.6.- Rendimientos y dividendos

- Rendimientos por ganancia de capital: ganancias obtenidas por el diferencial de compra-venta. Ejemplo:
 - El 1 de enero del 2003 se compró una acción de Telmex en 7.5 pesos; al 30 de septiembre se vendió en 9.2 pesos. Si la intermediación bursátil cobró comisiones por compra y venta por 1.5%, respectivamente, cuál fue el rendimiento, si el IVA fue del 15% sobre comisiones?

Fórmula de "rendimiento por acción" $ra = (Pva / Pca) - 1$

Donde:

ra= rendimiento de acción

Pnva= Precio neto de venta de acción =
Pa+Com+IVA Com

Pnca= Precio neto de compra de acción
=Pa+Com+IVA Com

Sustituyendo:

⁴⁹ Ibid. p. 121.

$$Pnca = [(7.5 * 0.015 = 0.1125) * 0.15 = 0.0169]$$

$$7.5 + 0.1125 + 0.0169 = \mathbf{7.6294}$$

$$Pnva = [(9.2 * 0.015 = 0.1380) * 0.15 = 0.0207]$$

$$9.2 + 0.1380 + 0.0207 = \mathbf{9.3587}$$

$$Ra = (9.3587 / 7.6294) - 1 = \mathbf{22.67\%}$$

□ Dividendos en mercados de valores:

- Dividendos en efectivo, atendiendo a: periodicidad (una o varias exhibiciones); aplicando gravamen impositivo (bruto o neto).
- Dividendos en acciones: es la capitalización de las utilidades o superávit de capital contable de la empresa, lo que implica la entrega a los tenedores de acciones libres de pago en proporción al número de acciones de las que sean poseedores.

Cuando se capitalizan utilidades:

- El número de acciones aumenta y el valor contable se contrae.
- Las acciones bajan en sus precios de mercado (en la medida de la capitalización en el total del capital social de la empresa).
- Ejercicios de derecho: ajuste que se hace en los precios de mercado de las acciones, ante el ejercicio de derechos financieros otorgados por la empresa.
 - Dividendos en efectivo
 - Dividendo por acciones
 - Suscripción
 - Split (normal o inverso)

3.3.- Contexto económico financiero de la afluencia de capitales y de la crisis financiera en México (1989-1994)

Al finalizar el turbulento año de 1994, la gran devaluación que desde dos o tres años atrás se recomendó sólo por algunos analistas y especialistas

económicos, se presentaba para sorpresa de muchos como corolario de una política económica con saldos fallidos en general. Efectivamente, aunque dicho año cerró con un crecimiento del PIB en 3.5% (raquítico en sí por lo previsto en el PLANADE), y las finanzas públicas mostraron un equilibrio económico, en el ámbito externo, la cuenta corriente evidenciaba un déficit creciente por alrededor de 30 mil millones de dólares, lo que significaba que dicha cifra se haya incrementado en cerca de 10 veces, con relación al déficit en cuenta corriente observado en 1988.

Este hecho fundamental, fue el que propició la crisis financiera que se experimentó hasta bien entrado el año de 1996. El punto de inflexión se dio el 20 de diciembre de 1994, cuando se anunció el retiro del Banco de México del mercado cambiario, debido a un exceso en la demanda de dólares, lo que hizo reducir a niveles sumamente bajos las reservas internacionales de divisas.

Y se reconoce que la política económica fue fallida, porque se tachó de "error de diciembre" a lo que no se reconoció como algo inminente, la misma devaluación y por decir en el exterior que "no pasaba nada" y la fuga de capitales ya tenía como destino, mejores "mercados emergentes de capitales". Pero evidentemente el "error" de instrumentación de acciones se dio antes de 1994. Desde 1991 algunos especialistas ya mencionaban que al mostrarse creciente el déficit en cuenta corriente, era el signo inequívoco para devaluar la moneda al presentarse el tipo de cambio real de equilibrio en un nivel de considerable sobrevaluación. Basta recordar que dicho déficit alcanzaba más de 13,500 millones de dólares (contra uno por 7,000 millones de 1990), es decir, casi se duplicaba este indicador. No obstante ello, el director del Banco de México defendía la posición de no devaluar considerando que si bien técnicamente era necesario, realmente por el desempeño económico no se justificaba ya que la inversión bruta de capital mostraba crecimientos reales positivos considerables, y por otro lado, la principal tesis de defensa, era que el saldo positivo en cuenta de capital de la balanza de pagos, se presentaba superavitaria en niveles incluso superiores a la cuenta corriente, de 1990 a 1993. Por ejemplo, dichos saldos positivos pasaron de 3,000 millones de

dólares en 1989, a cerca de 31,000 millones en 1993, es decir, un nivel sin precedentes.

Y dicha situación estaba generada por la entrada masiva de capitales extranjeros, tanto de inversión extranjera directa (IED), como inversión extranjera de cartera de corto plazo. Esto es, debido a que la cuenta de capital se compone tanto de capital a largo plazo (donde ingresa el primer tipo de inversión), como de capital a corto plazo (donde se ubican obviamente los recursos que ingresaron en bolsa). En el caso de la crisis ocurrida a fines de 1994, se tuvo que desde 1989 y hasta 1991 el capital que ingresó al país a largo plazo, pasó de poco más de 4,000 millones de dólares, a unos 12,000 millones, para descender paulatinamente de 1992 a 1994 de 8,500 millones a cerca de 4 mil millones. En cambio, el capital ingresado a corto plazo fue creciente persistentemente desde 1990, con un monto por 2,800 millones de dólares hasta pasar a más de 28,000 millones para 1993.

En resumen, se tiene que sobre estos rubros, en lo referente a inversión extranjera directa (IED), el ingreso en promedio anual (1989-1994) alcanzó alrededor de 4 mil millones de dólares; en tanto que el capital extranjero en cartera fue de más de 8 mil millones en promedio anual.

Es evidente que por si misma, esta situación descrita coadyuvó al colapso financiero, puesto que ya no pudo compensar en forma sobrada el superávit en cuenta de capital al déficit de cuenta corriente, y como se puede observar, cuando ingresan al país una proporción mayor de capital extranjero en cartera de corto plazo, el superávit de cuenta de capital se encontraba aparentemente basado en esas cifras, propiciando la crisis conocida (*Ver Cuadro 29A del Anexo Estadístico A*). Cabe recordar aquí, que en el mercado de dinero se promovió un instrumento de inversión que protegía los montos invertidos contra cambios bruscos en el tipo de cambio, los famosos Tesobonos, en los cuales se llegó a registrar un nivel equivalente por alrededor de 18,000 millones de dólares a fines de 1994, que representó casi el 85.0% del total

invertido en dicho mercado (Cetes, Pagafes, Bondes y Ajustabonos). Por su parte, el mercado de capitales de la Bolsa Mexicana de Valores, llegó a observar un saldo máximo acumulado a 1993 por más de 54,500 millones de dólares; no obstante, a fines de 1994, debido a los problemas políticos y de violencia que generaron desconfianza e incertidumbre entre los inversionistas, se propició una virtual salida de capitales por poco más de 20 mil millones de dólares (fundamentalmente en ADR'S, el cual sufrió una reducción de 12,800 millones de dólares).

Fue precisamente en el segmento de Tesobonos, donde se manifestó la depresión de un ciclo económico (el sexenal) ya visiblemente agotado. Así, el Gobierno entrante de Ernesto Zedillo reconocía lo "malo en el exceso de capitales a corto plazo", para hacer creciente la cuenta corriente y propiciar que el Banco de México echara mano de significativos montos de las reservas internacionales de divisa, haciendo vulnerable a la economía.

Por el lado de la política cambiaria seguida, de una flotación predeterminada con techos establecidos antes de cada ejercicio anual (fundamentalmente se fijaba un desliz diario de 4 centavos), se tuvo que el tipo de cambio se devaluó en diciembre con respecto a noviembre de 1994 en poco más del 40.0%, es decir, se pasó de 3.44 a 4.94 pesos por dólar. Sobre este punto, cabe destacar que desde el punto de vista de la paridad del poder de compra (donde se relaciona el tipo de cambio bilateral nominal con el impacto de los niveles de precios de un país (México), con relación al nivel de los precios de otro país (Estados Unidos).⁵⁰ Entre 1989 y 1990 el margen de subvaluación del tipo de cambio se mostraba descendente, es decir, lo que implicaba una paridad de equilibrio por debajo de la nominal en 12.8% y en cerca del 2.0% en dichos años. Obviamente que con dicha situación se estaba poniendo fin a una política cambiaria de apertura comercial con preponderancia al apoyo de exportaciones y así captar mayor nivel de divisas y sostener así cualquier desbalance en la

⁵⁰ Basado en la "teoría de un sólo precio", que supone que los precios de los bienes comerciables de un país, son iguales a los de los demás países competidores. Consideraciones tomadas de Ariel Buira, Subgobernador del Banco Central. En "El Economista", 31 de mayo de 1995.

cuenta corriente. Ya bien entrado el gobierno salinista, se comienza una nueva modalidad de apertura (antes de la entrada en vigor del TLC), establece un tipo de cambio que alentará más a las importaciones. Así, desde 1991 y hasta 1994, avanzó de forma creciente el nivel de sobrevaluación del tipo de cambio, para pasar de 7.6% hasta 22.4% y cerrar en 1994 en sólo 15.0%; ello implicó fijar de acuerdo a los comparativos de niveles de precios generales entre México y Estados Unidos una paridad de equilibrio superior a la nominal lo que supone que un importador estaría pagando por sus bienes y servicios a un tipo de cambio menor en esos niveles antes señalados, lo que coadyuvó para aminorar la inflación, por productos aparentemente más baratos. Sin embargo, como se vio, el saldo de cuenta corriente se incrementaba sobremanera, rebasando las expectativas más racionales de crecimiento económico y ahorro interno.

Como es sabido, en diciembre de 1994 la devaluación del nivel indicado (40.0%), propició por sí misma una subvaluación de la moneda en cerca del 20.0%, es decir, para abaratar exportaciones en el exterior y a la vez para que los agentes exportadores pudieran recibir más pesos por cada dólar de ingreso por ventas.

En relación al desenvolvimiento de la inflación y las tasas de interés (la tasa líder CETES a 28 días), se puede observar como durante 1994 se alcanzaba un nivel importante de tasas reales positivas, aunado a un rango de inflación tendiente a la baja.

En promedio mensual durante 1994, las tasas de interés sobrepasaban a la inflación en cerca de 0.7%, o sea, 8.3% anual de diferencial positivo con relación al nivel general de precios. Con la devaluación de la moneda, durante los cuatro primeros meses de 1995 esa situación se revirtió, pues tan sólo en ese lapso las tasas de interés fueron inferiores a la inflación en cerca del 10.0%, es decir, los réditos fueron negativos.

Primeramente, habrá que señalar que la política monetaria de 1994 se mostró ciertamente expansiva, ya que la base monetaria llegó a crecer tan sólo en noviembre de ese año, en 2.4% (28.6% anual), lo que respondía a una política de funcionamiento del sistema bancario de forma creciente con atractivas tasas de interés a la baja.

Es evidente que con la crisis inminente de diciembre de 1994, las tasas de interés comenzaron una tendencia ascendente que las llevó irremisiblemente hasta niveles de 74.8% en abril de 1995, con lo que la inflación apuntaba a un crecimiento de más del 90.0%, esto generado por la gran desconfianza de los inversionistas, la falta de liquidez del sistema financiero y los preparativos para solicitar más recursos tanto al Fondo Monetario Internacional (FMI) , como al mismo Gobierno de los Estados Unidos (que implicó grandes problemas de “jaloneo” entre demócratas y republicanos para lograr que finalmente el Congreso de aquel país proporcionara una línea de crédito por 20 mil millones de dólares, condicionando el incumplimiento a pagos puntuales por ingresos de ventas de crudo mexicano).

3.3.1.- Acciones para enfrentar la crisis devaluatoria de 1995

Con lo descrito en general, se puede ubicar el contexto en el que se encontraba la economía, un escenario de crisis aguda expresada en la falta de dinero para solventar las necesidades del crecimiento económico, del comercio exterior de bienes y servicios y de los requerimientos internos, dado el descalabro en el poder adquisitivo de los ingresos de la mayoría de la población, ante la escalada de precios de todas las mercaderías. Se estaba ante una crisis financiera sin precedente en donde se hacía necesaria la intervención del Gobierno y de los principales sectores productivos del país. Primero, se tenía que hacer frente a la crisis coyuntural para después instrumentar las acciones que rectificaran el rumbo de crecimiento económico junto con un posible desarrollo social, a la vez que salvar de la quiebra total a buena parte del sistema bancario nacional.

Bien, a continuación se hace un breve recuento de lo que pasó en lo concerniente a las acciones propuestas de política económica, los resultados de 1995, lo que está sucediendo en 1996, y lo que se preveía aconteciera en el futuro cercano.

3.3.2.- Los programas de recuperación y resultados económicos en 1995

Después de la devaluación de diciembre de 1994, el día 29 de ese mes el Presidente Zedillo dio a conocer un mensaje al país entero, en el que reconocía los "errores de diciembre", ubicaba el contexto de la crisis por el lado del sector externo (exceso de ahorro externo), por lo que el principal objetivo que se proponía la política económica era disminuir de forma rápida el déficit en cuenta corriente, para que el país se ajustara a montos menores de financiamiento externo (al no acudir los capitales por desconfianza del entorno macroeconómico).

Ante ello, se planteaba que la devaluación era conveniente, ya que por un lado se desestimulaban las importaciones al ser más caras, pero se estimulaban las exportaciones, al abaratare en el exterior.

Posteriormente, el 3 de enero de 1995 se da a conocer el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), en donde se contiene lo anteriormente expuesto, junto con un programa detallado de acciones a instrumentar en el año. A continuación, se resumen sus puntos principales:

- Reducción en la tasa de inversión en 0.5% (en 1994 fue de 9.9%) por lo que el crecimiento esperado se generaría por vía del sector exportador.
- El consumo privado bajaría en 4.2% en términos reales y el consumo público lo haría en 3.2%.
- El Banco de México fijó en 12 mil millones de pesos el límite de crecimiento para 1995 de su crédito interno neto. Lo que implicó una contracción en disponibilidad de dinero y financiamiento.

- Sobre tasas de interés, se estimó un comportamiento elevado parecido a los mismos niveles de fines de 1994, para bajar posteriormente (una vez lograda la estabilidad cambiaria y que la inflación mostrara una tendencia a la baja).
- Las exportaciones crecerían en 6.0%, contra 7.4% en 1994.
- En Finanzas Públicas, se pasaría de un equilibrio a un superávit del 0.5% del PIB (es decir, cerca de 7,400 millones de pesos).
- Disminución del gasto público en 1.3% del PIB, vía medidas de racionalización del gasto corriente, eliminando gastos prescindibles y dando prioridad a gastos de inversión que generen empleos (gasto social).
- El Banco de México tendría que cumplir los objetivos de evitar una espiral inflacionaria y reducir la tasa de crecimiento de los precios.

No obstante lo propuesto, dada la incertidumbre que propició la postergación de la línea de crédito del Gobierno de Estados Unidos hacia México (que finalmente se logró el 31 de enero de 1995 por un total de 52,800 millones de dólares); los repuntes en la tasa de interés (llegando en marzo hasta 69.5%) que pretendieron inicialmente retener capitales y así quitar presiones al tipo de cambio, no fueron buen indicio al continuar la demanda de dólares y la desconfianza generalizada (saliendo del país unos 6,000 millones de dólares en febrero, haciendo que las reservas se desplomaran hasta 3,000 millones, lo que indicaba que los primeros 8,000 millones enviados por el FMI ya habrían sido utilizados); y las altas tasas de inflación y un tipo de cambio todavía presionado a la alza, por la elevada demanda. Todos estos factores en general, hicieron que el Gobierno replanteara su esquema del AUSEE, ya que de persistir en su intento de lograr las metas establecidas orillarían a tomar medidas que alterarían aún más el escenario económico futuro, con el riesgo de caer en una espiral inflacionaria sin control. Por ello, se planteó el 9 de mayo de 1995 el Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE), el cual contenía cuatro líneas complementarias de acción:

- Ajuste adicional a finanzas públicas, para elevar el ahorro interno.
- Prioridad a la estabilización de mercados financieros (política monetaria restrictiva).
- Atención a problemas financieros de hogares, empresas y bancos.
- Proteger el empleo (desarrollo social).

ACCIONES:

Política Fiscal.-

Egresos:

- Aumentar Ahorro Público, cubrir gastos sin endeudamiento, para disminuir tasas de interés.
- Finanzas con recursos propios, reduciendo dependencia de ahorro externo.
- Gasto programable ubicarlo en 9.8%.
- Gasto corriente: administración, congelar plazas, reducir adquisiciones, revisar subsidios, posponer nuevos proyectos de inversión.

Ingresos:

- Aumentar precios y tarifas.
- Aumentar el IVA de 10.0% a 15.0% (excepto zonas libres y franjas fronterizas).

Mercados Financieros.-

- El paquete de recursos por 51,000 millones de dólares, para atender la inestabilidad en los mercados financieros (por altas tasas de interés, tipo de cambio subvaluado y volátil).
- Hacer frente a los vencimientos de deuda del gobierno en el corto plazo y apoyar a la banca para que cumpla con obligaciones en el exterior.
- Dicho paquete también ayudará a sustituir deuda de corto plazo para pasivos de mediano y largo plazos.

Política Cambiaría.-

- Mantener esquema de flotación (la incertidumbre en mercados internacionales y la poca disposición de reservas, impedían establecer un tipo de cambio predeterminado).
- Se abrirá un mercado de futuros y opciones de divisas en México.
- Ante la elevada inestabilidad del tipo de cambio, fuertemente subvaluado, se requería recobrar la estabilidad cambiaría, vía la política monetaria.

Política Monetaria.-

- Procurar la estabilidad del tipo de cambio, mediante una POLITICA MONETARIA RESTRICTIVA.
- Intervención ocasional del Banco de México en el mercado de divisas.
- El régimen de flotación, sería el ancla para recuperar la estabilidad cambiaría y de precios, evitando una espiral inflacionaria.
- Se esperaba con ello lograr una APRECIACION SUSTANCIAL DEL TIPO DE CAMBIO.
- El Banco de México no aumentaría su CREDITO INTERNO por arriba de una meta máxima de 10 mil millones de pesos en 1995, lo que significaría dar FORTALECIMIENTO al TIPO DE CAMBIO y la posterior DISMINUCION DE TASAS DE INTERES.

Adicionalmente a lo anterior, este nuevo programa también consideraba el problema financiero de los hogares de pequeñas y medianas empresas, así como del sistema bancario en general, que se traducía en una gran cartera vencida, complicando las deudas de dichos sectores. Así, se preveía un programa de reestructuración a largo plazo de los créditos (lo que a fines de marzo se conoció como el Programa de Apoyo a Deudores (ADE), en donde también se planteaba la redocumentación de dichos créditos en unidades de inversión que en abril se instrumentaron como UDIS (que no fue más que contemplar el nivel inflacionario en las deudas), para evitar el pago acelerado del valor real de las deudas que provocaba la inflación. Ello se consideró,

salvaría a miles de empresas y permitiría conservar un gran número de empleos.

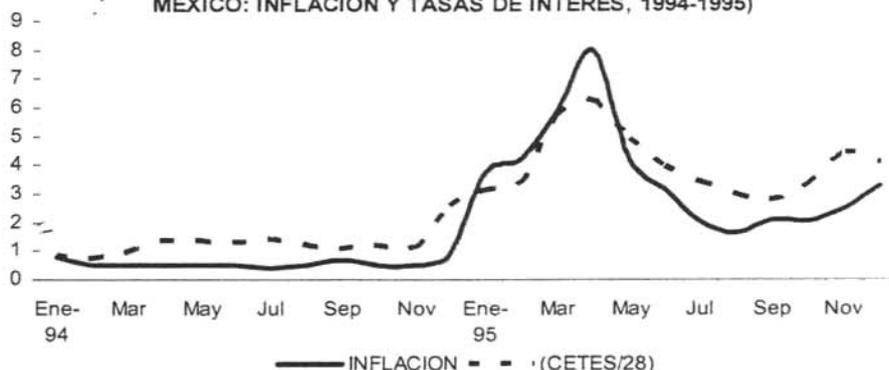
Finalmente, el PARAUSEE proponía que los salarios mínimos se incrementaran 10.0% adicional a partir del 1 de abril al 31 de diciembre de 1995.

Como se enumeró anteriormente, la política monetaria planteada pretendía restaurar la confianza en la moneda, adoptando para ello una política de crédito primario visiblemente estricta por parte del Banco de México, para así influir directamente en el comportamiento de la demanda agregada y por ende en los precios.

Y por el lado de la política cambiaria, al seguir proponiéndose un régimen de flotación del tipo de cambio, respondió a la escasez de reservas y a los todavía latentes elementos de desconfianza e incertidumbre de los agentes económicos.

De este modo, como puede observarse (Gráfica 21) se puede señalar que fue hasta el mes de mayo de 1995 cuando el PARAUSSE rindió sus primeros resultados positivos, ya que se logró reducir la inflación casi a la mitad de la observada en abril (al 4.2%), así como hacer caer el nivel de tasas de interés (de 74.8% al 59.2%), igualmente conseguir una ligera apreciación del tipo de cambio (de 6.78 pesos por dólar en marzo a 6.26 pesos en mayo); y además detener el crecimiento de la base monetaria (de 13.5% a sólo 8.5% en mayo), aunada la restricción en el crédito interno en el mercado primario que otorga el Banco de México. Adicionalmente, sobre la base monetaria se tuvo que, al cierre de 1994, registró una cifra por 56,935 millones de pesos, contra un monto por 47,755 millones al cierre de marzo de 1995, es decir una reducción del 16.1%.

GRÁFICA 21
MÉXICO: INFLACIÓN Y TASAS DE INTERÉS, 1994-1995)



Igualmente a fines de marzo de 1995, la situación del comercio interno era de mejoría, ya que según el Banco de México el país ya no demandaba fondos de emergencia de corto plazo y ello se atribuía a la utilización de cerca de 13 mil millones de dólares del paquete financiero, lo cual sirvió principalmente para amortizar vencimientos de Tesobonos.⁵¹

Ahora bien, a finales de mayo de 1995, se reconocía por algunos medios que la visible reducción en tasas de interés, en cerca de 16.0% con relación a abril, se había generado por una persistente liquidez, pero se afirmaba que ello no era por una relajación de la política monetaria, ni de la inyección de crédito interno del banco central a la banca comercial (el cual por cierto se había contraído en 80.0%), como algunos estaban manejando. Más bien, se sostenía, la "mayor percepción de dinero viene de un menor uso de recursos monetarios por el sector público, ya que presenta un superávit en sus finanzas", aunado el hecho de un nivel inflacionario claramente con tendencia a la baja, como ya se dijo. No obstante, en esos momentos era obvio que se consideraba posible en el mercado financiero un rebote del fondo por el agotamiento paulatino de los sobrantes de liquidez dejados por los bancos para evitar sobregiros, por la fuerte restricción monetaria.

⁵¹ Ideas seleccionadas de Martínez, Joel "Dinero y Divisas". En "El Economista", 25 de mayo de 1995.

Acerca del tipo de cambio, ya que sin tantas presiones para mayo, los inversionistas extranjeros se preguntaban sobre cuál sería la política cambiaria que seguiría el Banco de México, y pues no podría ser otra que la propuesta en el PARAUSEE, es decir, su base sería la política monetaria, sin que el banco central fuera aparentemente flexible en ocasiones, lo que se traducía en que lo más importante para el tipo de cambio consistía en mantener un nivel de precios con una tendencia a la baja.⁵² Es decir, la relativa revaluación del tipo de cambio que se tenía, se debía precisamente a las restrictivas políticas monetaria y fiscal, lo que implicaba dos situaciones: primero, la restricción crediticia (poca liquidez) que provocaba todavía tasas de interés altas para invertir en pesos, lo que hacía prácticamente imposible la compra de divisas de forma anticipada para compromisos futuros o para especulación; y segundo, que más bien los que se vieron atraídos por esa situación relativa de tasas aún altas y diferenciales cortos de compra-venta de dólares, fueron los capitales extranjeros, así como algunas empresas nacionales que buscaron préstamos en dólares del exterior para de este modo evitar el costo de los financiamientos en moneda nacional.⁵³

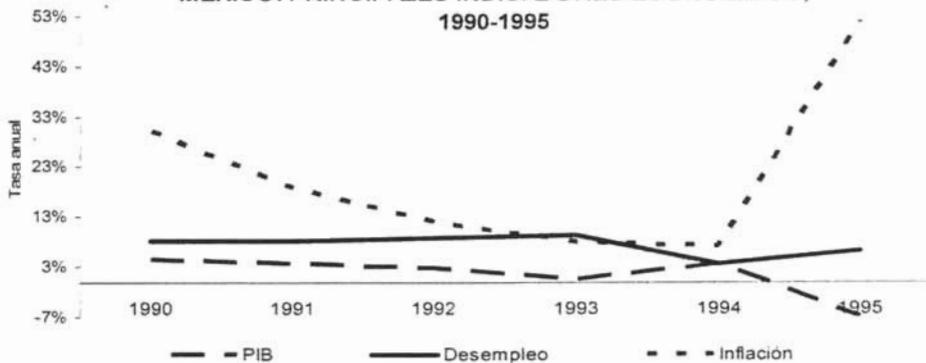
3.3.3.- Consecuencias de la política económica al término de 1995

En términos generales, según se puede observar (ver Gráfica 22), la economía mexicana registró una caída como se previó para 1995, aún cuando el PIB cayó tres veces más del escenario que se vislumbró, es decir, en 6.9%. Por su parte, la inflación también sobrepasó a la expectativa en poco más de diez puntos porcentuales. El tipo de cambio cerró en un nivel superior al 29.0% con respecto a lo programado.

⁵² Martínez, Joel "Dinero y Divisas". En "El Economista", 4 de mayo de 1995.

⁵³ Gobierno de la República. "Plan Nacional de Desarrollo, 1995-2000". Talleres Gráficos de la Nación.

GRÁFICA 22
MEXICO: PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS,
1990-1995



En el sector externo, los resultados de balanza comercial fueron hasta cierto punto superiores a lo esperado, es decir, un déficit de más de 18 mil millones de dólares contra un superávit real de poco más de 7 mil millones. En el caso de la cuenta corriente, igualmente el déficit que se pronosticaba era más alto del que se registró al cierre de 1995, 2 mil millones a diferencia de sólo 650 millones de dólares, ello originado principalmente por un crecimiento significativo en las reservas internacionales (como consecuencia del paquete financiero de apoyo internacional), coadyuvando a un sostenimiento importante de la cuenta de capital. En cuanto a finanzas públicas, el esperado superávit abultado sólo representó el 0.1% del PIB y en tasas de interés los resultados al final del año mostraban que el nivel de tasas reales se ubicaban negativas.

Lo descrito anteriormente, indica el sesgo experimentado de los resultados reales con relación a lo programado, pero el saldo con respecto al año de 1994, revela la dimensión del ajuste, es decir, lo que significó un sacrificio ciertamente elevado para todos los sectores económicos y sociales del país.

Centrando lo observado en 1995, sobre las principales variables de la política monetaria, puede comprobarse que funcionó en general el esquema de ajuste (PARAUSEE), ya que se logró en parte aminorar el impacto de la crisis

financiera. Es decir la inflación aunque creciente dejó entrever una perspectiva de baja en tasas de interés en el mediano plazo y aunque el tipo de cambio sufrió una devaluación cercana al 15.0% al final del año, también se consideró un acontecimiento normal por la demanda excesiva de dólares al continuar la flotación libre del tipo de cambio, lo que lo realineó en una nueva posición de acuerdo a la oferta y la demanda (cabe señalar aquí que la intervención del Banco de México en este mercado fue marginal).

3.3.4.- El nuevo escenario para 1996 y los resultados económicos.

Colateralmente a lo expuesto, es importante indicar que el anuncio del Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000 en un marco donde se tenían por lo menos los hilos del rumbo tomados, venía a replantear lo que se había iniciado en los programas de emergencia (para superar la crisis financiera y por tanto la depresión de la misma), y proponiendo a la vez el objetivo global de política económica, es decir, esperar lograr tasas de crecimiento elevadas (5.0% en promedio anual). Esto se esperaba alcanzarlo con líneas de estrategia generales, de las cuales resaltaron dos: poner al ahorro interno como base fundamental del financiamiento del desarrollo nacional; y buscar la estabilidad y la certidumbre de la actividad económica, particularmente en este punto destacan, la disciplina fiscal y el logro de la estabilidad económica y financiera, vía unas políticas cambiaria y monetaria adecuadas. Es decir, sobre el primer punto se preveía evitar niveles de sobrevaluación de la moneda que pudieran inhibir el ahorro interno y la producción, buscar un tipo de cambio real de acuerdo a la evolución de la balanza comercial y el nivel de precios; previéndose que después de recuperar el nivel de reservas internacionales se lograra una paridad previsible, con una banda preanunciada. Y sobre política monetaria, su principal objetivo se tradujo en buscar mantener en niveles bajos la inflación, a través de una acción de restricción monetaria, que incentivara a un mayor ahorro con tasas de interés atractivas. En su vinculación práctica, ambas políticas se perfilaban importantes para lograr estabilidad de precios y crecimiento; agregando que si las acciones monetarias

conseguían confianza en los factores productivos, se podría generar ahorro interno e inversión en proyectos productivos; asimismo, el Banco de México sería el organismo cuyo objetivo sería la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, a través del control que sobre la expansión de su crédito interno.⁵⁴

Estos planteamientos generales del Planade para el ejercicio sexenal y posteriormente en octubre de 1995, la proposición de la Alianza para la Recuperación Económica (ARE), que contenía los principales criterios de política económica que regirían durante 1996, se convirtieron en las líneas generales por donde se pretendía que la economía se recuperara y posteriormente creciera.

A continuación se esbozan algunas de ellas:

- Reactivación de la inversión privada que se vio deprimida durante 1995, a través de: estímulos fiscales, medidas para estimular el ahorro interno, eliminar obstáculos administrativos para la inversión.
- Consolidar al sector exportador para que se constituyera como fuente principal de crecimiento de la economía.
- Reactivación de la inversión pública, a ejercerse en mayor medida en la primera mitad de 1996.
- Reactivación también del consumo privado, al lograr mejores niveles de empleo.

Se puede decir que al mes de mayo de 1996 se repitió la historia del mismo mes pero en 1995, claro, guardando las debidas proporciones. En efecto, en ese año la inflación y las tasas de interés tendían a disminuir (después del choque devaluatorio) y el tipo de cambio se apreciaba ligeramente, y

⁵⁴ "Alianza para la Recuperación Económica". "El Economista", 30 de octubre de 1995.

adicionalmente, la base monetaria evidenciaba las menores tasas mensuales de crecimiento. Pasaba casi el mismo fenómeno, esto es, una expectativa inflacionaria a la baja (aunque se preveía que rebasase la meta del ARE del 20.0%, para ser de entre 25.0% y 35.0%), igualmente en el caso de las tasas de interés (un nivel promedio anual del 37.0%), pero observándose una situación de tasas de niveles reales negativos (como en 1995. Ver gráficas); por su parte, el tipo de cambio se mantuvo en un nivel destacado de apreciación; sólo en el caso de la base monetaria se observó un crecimiento significativo (dicho resultado atribuido a lo expuesto en el ARE, en lo relativo al impulso de la inversión privada y pública para así incentivar el consumo aún deprimido).

Esta situación y lo concerniente al crecimiento económico, el cual se esperaba equivalente al propuesto en el ARE (3.0%), ya que según autoridades el PIB avanzó en 1.2% en el primer bimestre de 1996, en términos reales con respecto al año anterior. No obstante ello, algunos analistas comprobaban con datos y previsiones sencillas, que el nivel de crecimiento del PIB aunque mayor al 5.0%, en el segundo trimestre como lo anunciaba el Presidente, no equiparaba siquiera el rango alcanzado por el PIB en el cuarto trimestre de 1994.

Los resultados obtenidos, indicaban un aparente funcionamiento de la política económica seguida por el ARE, salvando en buena medida la crisis financiera experimentada, es decir, se pasaba de tocar fondo en el ciclo económico a reencauzar el camino de la recuperación económica. Sin embargo, algunos elementos siguieron apareciendo y manifestándose como obstáculos para lograr esa etapa. A continuación se enumeran algunos:

- El problema de cartera vencida que enfrentó el sistema bancario, como un mal endémico, no fue resuelto en el corto plazo (el fenómeno real de "El Barzón" siguió expandiéndose), ejemplo de ello fue la nueva reestructura que se propuso para los créditos hipotecarios expresados en UDIS.

- La subvaluación que experimentó el tipo de cambio se contrajo, ante lo que los exportadores demandaron un mayor nivel de la misma para generar más ingresos (este hecho hizo que volviera la polémica académica de cómo calcular los niveles de sub-sobrevaluación del tipo de cambio). Por lo que, aunque la paridad esté apreciada, algunos sectores esperaban un “rebote” en los próximos meses.
- Por otro lado, el salvamento que se realizó de la banca comercial en 1995 (por más de 90 mil millones de pesos), también fue insuficiente y no se tuvieron frutos inmediatos, puesto que fueron varios bancos los que continuaron con problemas de liquidez e incluso, listos para venderse (el Banco Unión fue el ejemplo más claro).
- La problemática social y política, igualmente no se logró controlar del todo. Aunque se tuvieron visos de crecimiento en el empleo, se continuó en un contexto de desempleo generalizado y por otro lado, la reforma del Estado que proponían las principales fuerzas políticas del país siguió en su proceso de conformación.

3.4.- Nuevas modalidades de ahorro y financiamiento

3.4.1.- Mayor actividad de las sociedades de inversión

Las sociedades de inversión en México, han sido el medio por el cual los pequeños y medianos inversionistas han tenido acceso al mercado de valores, ofreciéndoles mayores rendimientos y bajos riesgos.

Su desarrollo se dio con más fuerza a partir de los años ochenta, paralelo a hechos sucedidos que propiciaron su reglamentación y regulación, como fueron: la nacionalización de la banca, que propició el repunte de las casas de bolsa, quienes abrieron nuevos nichos de mercado al ahorro, lo cual implicó cambios en materia bursátil; la mayor competencia interna de intermediarios financieros en la captación del ahorro interno, principalmente de los pequeños y medianos inversionistas; y por otro lado, también se complementó el escenario con la búsqueda de parte de los inversionistas, de nuevas alternativas de ahorro, ante una banca estatizada que no garantizaba las

opciones de inversión, que por su parte el mercado bursátil se presentaba como la mejor opción.

Así, las sociedades de inversión experimentaron un crecimiento sin precedente en lo que se refiere a sus activos, al crecer estos de 1,590 millones de dólares a mediados de 1980, a un monto cercano por 23,000 millones en 1994. Adicionalmente, el número de entidades captadoras de ahorro, pasaron de 33 en 1986, a 282 sociedades en 1994.⁵⁵

Definición:

- Las sociedades de inversión, tienen el objetivo de diversificar los riesgos vía la inversión en una cartera integrada por diferentes valores.
- Analizan las alternativas de inversión de fondos colectivos con los rasgos de sociedades anónimas (Ley General de Sociedades Mercantiles).
- Concentran recursos de numerosos inversionistas, con miras a incrementar su capital, invirtiendo en una variedad de valores.
- Es una Institución Financiera que obtiene fondos de un gran número de inversionistas, por medio de la venta de acciones, siendo cada inversionista, socio de la sociedad.
- Los fondos son administrados por personal experto en colocación de valores y activos financieros, para el beneficio de todos los integrantes.
- La sociedad ofrece al pequeño ahorrador la opción de diversificar portafolios de inversión, que por sí mismo él no podría efectuar.

Características:

- *Diversificación:* con la inversión en diferentes instrumentos, se disminuye los riesgos en valores que puedan ser volátiles en los mercados respectivos, junto con la búsqueda de optimizar los rendimientos.

⁵⁵ CARO, R. Efraín. Et. al. "El mercado de valores en México. Estructura y funcionamiento". pp. 277-280.

- *Administración profesional:* personal especializado que se encarga del análisis y estudio de los valores que integran la cartera.
- *Economías de escala:* con una misma estructura de costos administrativos y operativos, se puede atender a un mayor número de inversionistas, abatiendo costos, al poder pactar con tasas competitivas.
- *Seguridad:* marco jurídico suficiente para tener certeza en el resguardo y control de fondos.
- *Facilidad de acceso:* los inversionistas (tanto pequeños, como medianos) pueden acceder a los mercados de dinero y capitales, sin tener que efectuar grandes inversiones.
- *Facilidad de manejo:* se puede manejar en una sola estructura, lo relativo a impuestos, comisiones, gastos de operación y otros gastos.

De este modo, se tiene que las sociedades de inversión generan ventajas para todos los inversionistas (incluso para los pequeños y medianos), ya que no requiere de conocimientos profundos sobre su operación y de costos adicionales, como es el caso de pagar un asesor financiero. Para los bancos, supone otro segmento de mercado importante (aunque fraccionado).

Evolución histórica:

- A nivel internacional, aparecieron en mercados bursátiles altamente desarrollados. Su auge en México es relativamente reciente.
- En 1951 con la Ley y el Reglamento se establece el Régimen de las Sociedades de Inversión, el cual al ser confuso y ambiguo, no tuvo un efecto concreto en la formación de sociedades.
- El 31 de diciembre de 1954, se promulgó la Ley de Sociedades de Inversión, corrigiendo a la anterior, al definir la composición de los fondos y plantear la diversificación de riesgos.

- En septiembre de 1956, se creó la primera sociedad de inversión: Fondo de Inversiones Rentables (después denominada: Sociedad General de Inversiones y que forma parte de Accival-Banamex, hasta la fecha).
- Hasta 1963, se forman otras dos sociedades, a la modificación paralela de la legislación vigente, estas fueron: el Fondo Industrial Mexicano y la Inversora Mexicana, la que después se llamó: Multifondo de Desarrollo y Capitales.
- Se puede decir que hasta el año de 1967, las sociedades de inversión tuvieron un auge modesto, pero en la década de los setenta, su accionar se vio disminuido por deficiencias en la legislación (prohibición de recompra de acciones por las sociedades, lo que limitó la liquidez del mercado).
- En 1980, se promovió la bursatilización de las sociedades de inversión, se permitió la recompra de acciones por las sociedades.
- Pero, como es sabido, la tendencia a la baja del mercado de capitales en México, junto con políticas fiscales y legales, que perjudicaron la operación de las sociedades, dificultó su promoción y consolidación. Y aparte de utilizarlas como auxiliares de financiamiento de empresas, al colocar acciones que en la mayoría de los casos no eran rentables.
- Con un nuevo auge del mercado de valores, en 1985 se incrementó en número de sociedades de inversión y con ello, el valor de sus activos netos, registrando los rendimientos más atractivos del mercado financiero en general.
- En 1988, se estableció la primera colocación de sociedades de inversión de capitales, es decir, poder operar con valores emitidos por empresas con requerimientos de capital a largo plazo.
- En 1989 surgen las "sociedades de inversión para personas morales", con el fin de hacer más eficiente el proceso de

inversión a corto plazo de las empresas (es decir, en el mercado de dinero).

- A fines de 1992, se determinan reformas legales, que supusieron adecuar la Ley establecida a cada época del entorno financiero, para evitar duplicar funciones y fomentar su utilización.

Participantes:

- Autoridades Reguladoras y de Control.
 - Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV)
 - Bolsa Mexicana de Valores (BMV)
- Sociedades Operadoras de Sociedades de Inversión
- Sociedades Valuadoras Independientes
- Público inversionista
- Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) [agruparlas, proyectos para su desarrollo y generar medidas autoregulatorias para mayor transparencia en su operación]

IV.- Evolución reciente y perspectivas del mercado de capitales en México (1997-2003)

4.1.- Situación que guarda el desempeño del mercado accionario

No obstante el crecimiento del mercado accionario y de obligaciones en México, derivado de la crisis de 1995 (efecto Tequila), primero, y posteriormente de la observada en 1997 (efecto Dragón), se pudo observar una desaceleración generalizada (como se vio) a nivel mundial, pero también se evidenciaron algunas carencias del mercado y su agotamiento como supuesta fuente de financiamiento de las empresas, ya que empezó a gestarse el fenómeno de la falta de emisión accionaria, aparejada con una débil colocación de bonos en el exterior. Esto a su vez, llevó a que se manifestaran otros efectos desfavorables en la escena del mercado de capitales. Sobresaliendo los siguientes aspectos:

- su baja liquidez
- alta concentración (atrincheramiento del mercado)⁵⁶
- reducido número de participantes
- baja diversificación de instrumentos
- migración de corporaciones (exportadoras) hacia mercados internacionales de acciones y deuda profundos, donde el costo de fondearse es menor, así como el precio de cobertura.
- después de la crisis de 1995, la capitalización del mercado pasó de la posición 13 a la 20 (de 24 economías incluidas).
- el financiamiento corporativo se redujo de 17.25% a la inversión en 1993, al 2.03% en el 2001, resaltando la concentración de emisiones de deuda.
- de 1990 a 1994 las compañías listadas pasaron de 119 a 185; no obstante, en la actualidad son sólo 116 empresas y ello se refleja en que ahora, el mercado de capitales se comporta de la siguiente forma:

⁵⁶ En esencia, el término se refiere a empresas cerradas y/o familiares, provocando que el valor de las mismas se eleve, pero que el precio de sus acciones disminuya. Es decir, significa que prevalece una resistencia a la apertura de capital a los distintos sectores sociales. Argumentos resumidos, tomados de: WELCH, John H. *"El nuevo rostro de Latinoamérica: flujos, mercados e instituciones financieras en la década de 1990"*. p. 302.

- ocupa el quinto lugar entre los más pequeños, con un valor de capitalización del 20% del PIB (pero exceptuando a Telmex y Cintra, la proporción es del 17%)
- es el mercado más pequeño, con respecto a empresas listadas por millón de habitantes.
- y es el cuarto más pequeño, según el valor negociado en el mercado.

Algunos signos positivos que se pudieron comprobar, han sido:

- el IPC tuvo un crecimiento sin precedente de 1982 a 1994, ya que al final de 1982 este indicador se ubicó en 0.676 puntos y al término de 1994 se estableció en un nivel máximo de 2,375.66 puntos.
- así, la capitalización del mercado bursátil, en ese período, pasó del 3% al 50% del PIB, realizándose 72 ofertas públicas de emisión de acciones.
- en 1993 el mercado accionario superaba a algunos de los mercados más desarrollados del mundo: en nivel de valuación era el más grande de América Latina, su nivel de liquidez era mayor a los mercados europeos; y la relación precio/valor en libros y precio/valor neto, estaban por encima de los desarrollados.⁵⁷

Como puede verse, el mercado bursátil muestra serios contrastes que han ayudado poco en su pleno desarrollo. Pero, qué es lo que hace a dicho mercado tener una presencia aún importante en la escena de todo el mercado de valores en México, aún con problemas serios como los que se han esbozado. Tal parece ser que uno de los principales aspectos clave en su desenvolvimiento actual, es lo relativo a los cambios en la forma de operar y en las nuevas disposiciones legales, que le dan al mercado de capitales una nueva faceta que se orienta por la operación en el mercado secundario (la

⁵⁷ GASCÓN, Felipe y SALGADO, Alicia. *"México enfrenta el desafío de elevar su tasa de ahorro interno"*. En: "El Financiero". México. 14 de noviembre de 2002. p. 4.

reventa de títulos), más que persistir en sus objetivos originarios, a saber, la emisión de acciones, para así lograr una alta calidad en los niveles de financiamiento para las empresas.

La realidad actual, apunta a un cambio en la estrategia institucional de la BMV, por incentivar más la colocación de títulos en mercados secundarios globales, en donde los inversionistas internacionales puedan tener mayor y mejor acceso.

En el pasado reciente, de acuerdo con las principales referencias, la actividad bursátil en México ha sido destacada de acuerdo también a ciertos indicadores, como los que a continuación se resumen:

- Valor de capitalización por 156 mil millones de dólares, a finales de 1997, ubicándose en segundo lugar en América Latina y entre los 10 primeros de los mercados emergentes. Es decir, lo que representó el 42% con relación al PIB de dicho año; y aunque representativo del desarrollo en el mercado accionario, se mantuvo por debajo del promedio mundial emergente del 46%.
- En 1997 cotizaban en la bolsa 160 empresas, con 313 series de acciones y dividido en siete grandes categorías, sin participación directa de los sectores: Agropecuario y Electricidad, Gas y Agua.
- Por su parte, el sector de la Construcción ha estado sobrerrepresentado en el mercado accionario, en comparación con el PIB.
- Existe cierta correlación entre las proporciones del mercado accionario y el PIB.
- De las 160 empresas registradas en el mercado principal de la bolsa, destacan:
 - Alimentos, tabaco y bebidas (20 empresas)
 - Grupos financieros (20)
 - Controladoras (19)
 - Casas comerciales (18)

- De 1976 a 1997 registró uno de los rendimientos más grandes del mundo, es decir, creció 47 veces en dólares, o una tasa anual del 20.1% (contra el 10.5% del Dow Jones)⁵⁶. Sin embargo, precisando un poco más, el primer registro oficial del IPC fue el 30 de octubre de 1978, e inició en 0.78 puntos, que en término de dólares fue de 34.30 con tipo de cambio de 0.0228 (extraoficialmente se calculó antes de esta fecha); al cierre de 1997, su nivel fue de 5,229.35 puntos, que en dólares fue 646.93 con tipo de cambio de 8.0833, implicando un rendimiento de 1,786%.

4.1.1.- Evolución de principales indicadores del mercado bursátil.

Ciertamente, la actividad bursátil en México ha mostrado avances importantes, derivado de la nueva tipificación del país en mercado 'emergente', lo que a su vez supuso, a principios de los años noventa, accesos a los mercados de capital internacional.

4.1.1.1.- Inversión extranjera en el mercado de capitales.

Así, desde 1990 la inversión extranjera en cartera que ingresó al país, presentó niveles sin precedente. Teniéndose que en el mercado de capitales los montos que ingresaron tuvieron el siguiente comportamiento:

El primer ingreso de inversión en ese año, marcó un precedente, ya que alcanzó un nivel por más de 3,200 millones de dólares; ya en 1994, se tenía un registro récord cercano a los 25,000 millones de dólares, de tal forma que en el período de 1989 a 1993, ingresaron capitales por casi 13,500 millones de dólares en promedio anual. No obstante, con el suceso de la crisis financiera que experimentó México, entre 1994 y 1995, se presentó una salida de capitales por unos 15,000 millones de dólares, tan sólo en esos dos años, que por cierto, fueron críticos por lo que significó para todos los actores económicos, en cuanto a severos ajustes económico-financieros. Por tal motivo, en el lapso que va de 1994 a 1998, se retrae la inversión en promedio

⁵⁶ HEYMAN, Timothy. *"La inversión en la globalización"*. pp. 195-197.

anual en alrededor de 4,400 millones de dólares; y a pesar de que en 1999 se alcanza otra cifra récord en inversión extranjera, por poco más de 34,000 millones, el promedio de cada año del 2000 hasta el 2003, osciló en tan sólo 2,550 millones de dólares (ver Cuadro 1).

En síntesis, se puede indicar que el ingreso de la inversión extranjera en este mercado, promedió en cerca de 4,000 millones de dólares anuales, de 1990 a 2003.

CUADRO 1
INVERSIÓN EXTRANJERA EN MERCADO DE CAPITALES
(Millones de dólares)

Año	Acumulado	Monto anual
1989	808	---
1990	4,079	3,271
1991	18,543	14,463
1992	28,668	10,125
1993	54,632	25,964
1994	34,395	-20,237
1995	24,516	-9,880
1996	30,979	6,463
1997	48,968	17,989
1998	32,613	-16,355
1999	66,733	34,120
2000	51,912	-14,821
2001	54,940	3,027
2002	44,563	-10,376
2003	56,516	11,952

Fuente: BMV.

Cabe indicar que los principales instrumentos depositarios de inversión, fueron: ADR's (recibo que ampara la adquisición de una acción elegible a la inversión extranjera, como acciones libres, CPO's, o acciones L, depositados con un CUSTODIO) y títulos de Libre Suscripción. Los primeros experimentaron en general la mayor actividad, ya que representaron poco más de la mitad del total de inversión en el período observado; por su parte, el segundo instrumento ha participado en promedio en alrededor del 36.5%.

La colocación de inversión en ADR's, promedió en más de 8,300 millones de dólares en el lapso de auge (1990-1993), y en Libre Suscripción se observó un monto por 3,200 millones; para el siguiente lapso, de 1994-1998, dada la crisis, el retiro de inversión fue mayor en el primer instrumento, por 3,000 millones, y en el segundo, sólo de 372 millones de dólares en promedio anual.

Para los años recientes (1999-2003), los ADR's observaron niveles de inversión en promedio por poco más de 3,100 millones de dólares; y en Libre Suscripción, ingresaron en promedio cerca de 1,800 millones.

Otros elementos de inversión extranjera, como los fondos México y Neutro, han presentado una participación marginal, del 0.5% y del 2.5%, respectivamente. En el caso de los dos fondos (México y Neutro), se tiene que de 1990 a 1997, todos los recursos invertidos año con año, se fueron retirando, hasta 1998, en el que se determina un monto significativo de inversión por más de 8,600 millones de dólares, el que se va retirando cada año, pero el monto acumulado permanece aún (Ver Cuadro 2).

CUADRO 2
INVERSIÓN EXTRANJERA EN MERCADO DE CAPITALES, EN PRINCIPALES INSTRUMENTOS
(Millones de dólares)

Año	ADR'S		LIBRE SUSCRIPCIÓN		FONDO MEXICO		FONDO NEUTRO	
	Acumulado	Monto anual	Acumulado	Monto anual	Acumulado	Monto anual	Acumulado	Monto anual
1989	402	—	107	—	264	—	35	—
1990	2,087	1,685	1,073	966	244	-20	676	641
1991	13,733	11,647	2,961	1,888	0	-244	0	-676
1992	21,154	7,420	5,097	2,136	499	499	1,349	1,349
1993	33,960	12,806	12,906	7,809	0	-499	0	-1,349
1994	21,163	-12,797	8,079	-4,827	619	619	1,798	1,798
1995	15,224	-5,939	5,884	-2,195	0	-619	0	-1,798
1996	15,108	-115	11,419	5,534	1,364	1,364	6,381	6,381
1997	23,135	8,027	19,498	8,080	0	-1,364	0	-6,381
1998	18,625	-4,510	11,044	-8,454	1,463	1,463	7,210	7,210
1999	41,505	22,880	20,626	9,582	1,320	-143	6,779	-431
2000	32,091	-9,414	17,663	-2,963	1,194	-126	6,288	-491
2001	33,365	1,274	19,388	1,724	1,172	-21	6,052	-236
2002	27,992	-5,374	14,970	-4,418	1,231	59	6,620	567
2003	34,584	6,592	19,884	4,914	1,104	-127	6,025	-595

Fuente: BMV.

4.1.1.2.- Dimensión del mercado de capitales

Uno de los propósitos básicos del Mercado de Valores en general, es servir como medio de financiamiento para las empresas, el Estado y otros actores relevantes dentro del plano económico nacional. Como se hizo énfasis al inicio de este capítulo, el mercado de capitales ha conseguido logros importantes en los últimos años, pero también ha experimentado eventos no tan favorables.

Resalta en particular, el hecho que los financiamientos que se han obtenido por este segmento, equipararon en promedio anual (1997-2004) alrededor de 3,820 millones de dólares, lo que implicó una participación del 14.0% en el total de los apalancamientos. Si se suman los del mercado de dinero, que en este caso, el promedio anual fluctuó en cerca de 23,450 millones, esto es, que representó el restante 86.0%. Cabe referir que no se están contemplando los montos que por cada instrumento se registran en negativo, queriendo decir que los emisores pagaron a los tenedores el monto expresado, es decir, en esencia no se registraron niveles positivos de financiamiento por esa vía.

Se puede observar en el caso del mercado de capitales, que el instrumento más activo entre 1998 y 2002 fueron los bonos, con montos que en promedio equivalieron a 833 millones de dólares; por su lado, las acciones, sólo representaron niveles significativos de financiamiento en 1997, con más 1,300 millones, pero de 1998 a 2004, su importancia ha declinado, llegando a promediar sólo cerca de 160 millones de dólares. Un instrumento nuevo, el Certificado Bursátil⁵⁹, a partir de 2001 se constituyó como la principal fuente de financiamiento del mercado de capitales (ver Cuadro 3), con un promedio anual de 4,320 millones de dólares. Cabe referir que los recursos de él obtenidos se están canalizando al sector bancario, al financiamiento de construcción de vivienda y en menor medida, a las ramas productivas. Destaca que durante 2004, la emisión nueva superó los 11,800 millones de dólares.

CUADRO 3
FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE CAPITALES
(Millones de dólares)

Instrumento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Acciones	1,378.1	14.3	439.7	97.0	0.0	411.8	42.0	116.4
Obligaciones	(168.8)	(380.8)	(339.9)	(421.1)	28.8	160.0	39.0	0.0
Bonos	(1,141.4)	278.1	2,012.9	(703.0)	(408.5)	207.9	0.0	0.0
CPO	(29.9)	(262.1)	(47.1)	33.0	331.5	408.1	0.3	0.0
Certificado Bursátil	0.0	0.0	0.0	0.0	1,542.3	3,921.9	7.3	11,817.2
T O T A L	1,416.1	(336.2)	2,505.3	(897.1)	1,494.1	5,316.3	130.7	12,049.9

Fuente: BMV

⁵⁹ Instrumento de deuda de mediano y largo plazos, (aunque también existe uno llamado Certificado Bursátil de Corto Plazo) la emisión puede ser en pesos o en unidades de inversión (Udis) y el rendimiento puede ser variable o fijo, según se acuerde en la emisión. BMV. Portal.

Por su parte, el mercado de dinero ha representado el principal elemento al que recurren las empresas para hacerse de recursos frescos y apalancar proyectos diversos de crecimiento en sectores económicos específicos. Dentro de los instrumentos gubernamentales, los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) promediaron unos 9,450 millones de dólares de 1997 a 2000; los Certificados de la Tesorería (Cetes), equivalieron a cerca de 16,440 millones (en los años positivos); los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Udis (Udibonos), que supusieron montos en promedio por 1,870 millones, con una tendencia decreciente en su desempeño como origen de financiamientos; el Papel Comercial, que como medio de crédito de corto plazo privado, ascendió a poco más de 1,200 millones de dólares, en promedio anual; y de nueva cuenta, como en el mercado de capitales, el Certificado Bursátil de corto plazo, con un inusitado auge, promedió alrededor de 1,700 millones (ver cuadro 4).

CUADRO 4
FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE DINERO
(Millones de dólares)

Instrumento	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
CETES	9,234.0	(262.2)	(133.8)	4,965.1	1,623.6	49,925.6	(10,368.7)	(13,200.9)
BONDES	2,741.4	6,292.8	20,341.3	8,434.7	(7,907.7)	0.0	0.0	0.0
BONDES (tasa fija)	0	0	0	3,474.1	(4,051.3)	0.0	0.0	0.0
AJUSTABONOS	(727.5)	(249.8)	(456.6)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
UDIBONOS	3,728.2	2,887.5	1,489.2	770.6	501.6	0.0	0.0	0.0
Papel Comercial	1,444.4	628.5	174.2	3,271.4	624.8	(1,122.8)	(358.1)	(440.2)
Certificado Bursátil	0.0	0.0	0.0	0.0	1,326.1	393.9	4,746.0	411.2
T O T A L	16,420.6	9,296.9	21,414.3	20,915.9	(7,882.9)	49,196.7	(5,980.9)	(13,229.9)

Fuente: BMV

4.1.1.3.- Valor del mercado de capitales

Se puede decir que la evolución total del mercado bursátil en México inicia un despegue sin precedentes desde 1991, ya que aumenta en más del doble el valor de su capitalización con respecto al año previo. Como se observa en el Cuadro 5, tomando como base el año de 1992, el mayor crecimiento es en 1993, cuando se supera el nivel de los 200 mil millones de dólares, que como proporción del PIB de ese año, representó cerca del 50.3%. Con la crisis de 1994, el mercado redujo su valor incluso por debajo del nivel de 1992, hasta el año de 1996, repuntando en 1997, como consecuencia del mayor dinamismo del sector de Comunicaciones y Transportes. A partir de 1998 y hasta el 2003,

el valor del mercado ha mostrado altibajos, y aunque en promedio anual se experimente un monto por poco más de 120 mil millones de dólares, este no ha superado aún al observado en los años de bonanza de principios de la década de los noventa.

En consecuencia, de forma similar también la participación del valor del mercado con relación al PIB nacional, fue decreciendo de tal modo que después del nivel máximo observado en 1993, el promedio anual de 1994 a 1999, rondó el 32.2%; para ubicarse en alrededor del 19.5% del PIB en el lapso de 2000 a 2003.

CUADRO 5
EVOLUCIÓN DEL VALOR DE CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL EN MÉXICO

(Millones de dólares¹)

Año	SECTOR I	SECTOR II		SECTOR III				TOTAL	INDICE 1992=100
	Extractiva	Transformación	Construcción	Comercio	Comunicaciones y Transportes	Servicios	Varios		
1989	844	7,514	2,555	1,894	1,977	2,847	4,849	26,563	19.1
1990	683	10,690	2,960	4,139	3,685	4,616	5,690	40,940	29.5
1991	674	15,094	9,527	9,565	29,195	23,874	10,732	101,719	73.3
1992	1,009	16,117	13,307	14,470	34,868	46,598	12,380	138,749	100.0
1993	1,158	29,237	27,477	22,127	47,299	52,235	21,079	200,613	144.6
1994	3,880	23,414	16,822	14,908	28,448	26,791	15,567	129,850	93.6
1995	4,709	20,370	10,172	8,564	19,450	15,322	12,354	90,939	65.5
1996	3,655	27,572	12,272	12,214	20,785	16,468	13,814	106,780	77.0
1997	4,466	38,863	15,546	24,719	32,827	19,138	20,624	156,182	112.6
1998	3,040	25,007	8,458	14,615	22,355	9,798	8,705	91,978	66.3
1999	4,323	29,794	11,983	21,231	54,916	17,241	13,999	153,489	110.6
2000	2,203	23,093	8,381	18,480	45,024	21,283	7,213	125,679	90.6
2001	1,046	23,117	11,291	19,844	46,811	16,868	7,643	126,620	91.3
2002	1,469	20,766	10,282	16,503	35,929	12,442	7,261	104,652	75.4
2003	4,017	17,535	14,412	20,176	44,530	12,900	8,975	122,548	88.3

Fuente: BMV

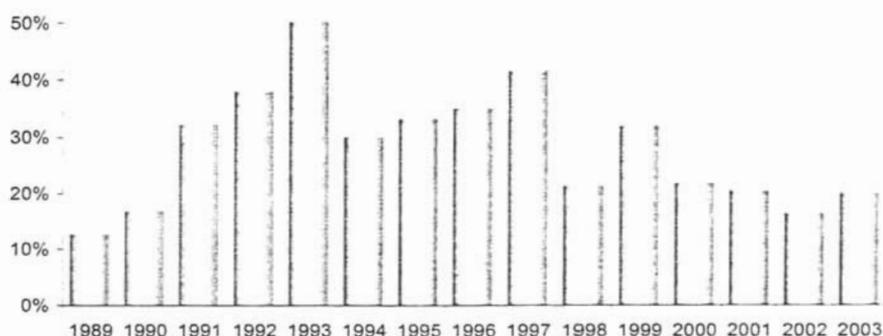
Nota: el Valor de Mercado incluye: todas las Emisoras del Mercado Accionario y Mercado para la Mediana Empresa Mexicana.

No se incluyen Sociedades de Inversión, ni Emisoras Suspendingas.

Las series poco bursátiles (que no tengan registro de precio en los últimos 6 meses), toman como referencia el de su emisora en su serie más bursátil.

Cabe indicar que todos los sectores mostraron reducciones significativas en el último período señalado, con relación a 1994-1999, que estuvo en cerca del 33.0%; no obstante, los sectores de Comercio y de Comunicaciones y Transportes, fueron los únicos que crecieron en forma visible, entre ambos, en 22.1%. Es decir, contribuyeron con un monto positivo en el mercado por cerca de 17,000 millones de dólares, en dicho lapso.

GRÁFICA 23
PARTICIPACIÓN DEL VALOR DE CAPITALIZACIÓN EN EL PIB



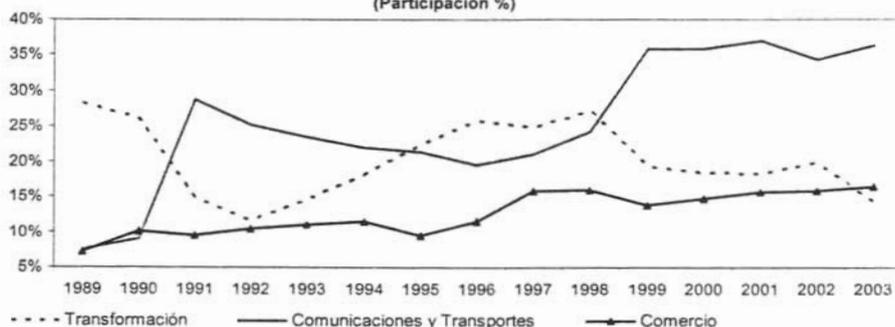
Lo anterior planteado en general, concuerda con un fenómeno que se está dando a nivel mundial desde bien entrado el paradigma de la globalización o neoliberalismo, que refiere una mayor tendencia de la también llamada 'terciarización' de la economía, que no es más que el predominio del comercio y las telecomunicaciones, es decir, parte de lo que igualmente se ha dado en llamar la 'nueva economía', que en Estados Unidos, en Europa, Japón y algunos países emergentes, como México, aunado a esos dos sectores, también se tiene una profundización de la actividad financiera, que permea los demás mercados, dejando en un segundo nivel, a los sectores primario y secundario de las economías.⁶⁰

En efecto, en el mercado de capitales mexicano, se puede observar esta tendencia, ya que el valor de capitalización por sector económico, muestra que la actividad industrial de transformación ha visto vaivenes en su comportamiento, puesto que de representar el 28.3% en 1989, cayó su participación al 11.6% en 1992; posteriormente, como resultado del funcionamiento del Tratado de Libre Comercio, se da un nuevo impulso para representar el 27.2% en 1998, para contraerse de nueva cuenta hasta un nivel del 14.3% para 2003.

⁶⁰ Una reseña interesante de estos aspectos, puede consultarse en: PALAZUELOS, Enrique. "La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX". pp. 41-94.

En el caso del Comercio, su valor de capitalización, de representar sólo el 7.1% en 1989, ha ido creciendo y destacando de forma significativa, ahora con un 16.5% en 2003. Caso por demás significativo y el más relevante, lo constituye el sector de Comunicaciones y transportes, que también de una proporción del 7.1% en 1989, pasó a un nivel del 36.3% del total del valor del mercado, es decir, poco más de una tercera parte de todo el mercado. Cabe indicar que en el período de auge del sector industrial, entre 1995 y 1998, el sector comunicaciones inhibió su desempeño, bajando a niveles del 19.5% en 1996, como puede apreciarse en la gráfica.

GRÁFICA 24
MÉXICO: PRINCIPALES SECTORES DENTRO DEL VALOR DE CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO
(Participación %)



4.2.- Resultados de la operación en el mercado de acciones y obligaciones

En lo referente a la emisión de títulos dentro del mercado de capitales, habría que destacar los desempeños en las operaciones dentro de los segmentos de renta fija y renta variable, propios del mercado de capitales. Es importante hacer notar, que en esta parte se da cuenta de lo que ha implicado el valor de las acciones y títulos operados en cada ejercicio anual, y por sí mismo, no representan, en la mayoría de los casos, valores de emisiones nuevas en el mercado primario, sino más bien, la reventa que de los títulos se efectuó dentro del mercado secundario, dando por resultado las variaciones al cúmulo de la valoración total de los mercados en lo particular.

4.2.1.- Actividad en el mercado de renta variable.

Como se ha destacado, el mercado de capitales tuvo su arranque a finales de los años ochenta, con la entrada de inversión extranjera y por consecuencia,

una mayor actividad bursátil, que ciertamente, condujo a un mejor desempeño desde la emisión, hasta una dinámica compra-venta de papeles en los distintos segmentos. Caso particular lo fue la parte de la actividad accionaria, o conocida como de renta variable, la cual despegó para 1991 en más del 100% con relación a 1990, tanto en moneda nacional, como en dólares (ver Cuadro 6) y siguió una evolución creciente, llegando en 1994 a un nivel significativo por cerca de 300 mil millones de pesos, los que fueron equivalente a unos 89 mil millones de dólares. A partir de dicho año, en términos reales, hasta 1999, el promedio de este mercado fue equivalente a cerca de 285 mil millones de pesos, para avanzar a un monto por casi 418 mil millones, destacando el impactante nivel récord que se experimentó en el año 2001, con más de 638 mil millones en términos reales.

No obstante, como se muestra en el Cuadro 6, en términos de dólares, el nivel obtenido en 1994 no ha sido alcanzado hasta el año 2003, e incluso se ve lejano el objetivo, exceptuando, como se puede ver, lo registrado en 2001, que a pesar de ser un monto significativo, de 70 mil millones de dólares, no es suficiente para alcanzar el tamaño de 1994. Y más bien, se nota una desaceleración del mercado, tanto en pesos como en dólares, ya que se encuentra en rangos por debajo de lo experimentado durante 1991, por ejemplo (en dólares).

CUADRO 6
TOTAL OPERADO RENTA VARIABLE

Año	MILLONES DE \$	MILLONES DE USD	1994 = 100 (\$)	1994 = 100 (USD)
1990	54,601	19,060	18.3	21.4
1991	119,603	39,392	40.0	44.2
1992	156,466	50,547	52.4	56.7
1993	200,225	64,214	67.0	72.0
1994	298,646	89,145	100.0	100.0
1995	228,322	35,768	76.5	40.1
1996	331,720	43,754	111.1	49.1
1997	438,315	55,507	146.8	62.3
1998	333,081	37,077	111.5	41.6
1999	398,615	41,882	133.5	47.0
2000	491,520	51,867	164.6	58.2
2001	666,346	71,806	223.1	80.5
2002	279,135	29,265	93.5	32.8
2003	330,477	30,685	110.7	34.4

Fuente: BMV

Del desempeño global mostrado en el mercado de renta variable, se desprende que quien soporta la actividad de dicho segmento, son las acciones que se engloban en la industria, el comercio y los servicios en general (como puede apreciarse en el Cuadro 7), y ello se comprueba, ya que tiene una correlación invertida ('espejo') con respecto al total del mercado, representando en promedio el 84.5% en promedio anual de la serie mostrada. En este sector de las acciones se puede comprobar, como se mostró anteriormente, de que manera se ha ido contrayendo el valor operado, esto es, en 2003 se llegó a un punto menor que el registrado en el año de 1991.

CUADRO 7
TOTAL OPERADO EN RENTA VARIABLE POR TIPO DE INSTRUMENTO
(Millones de dólares)

Año	Acciones				Emisoras Extranjeras	Sociedades de Inversión	Títulos opcionales (Warrants)	Bonos Bancarios Indexados	TOTAL
	Industria, Comercio y Servicios	Seguros y Fianzas	Casas de Bolsa	Bancarias					
1990	9,800	77	250	1,975	0	6,957	0	0	19,060
1991	24,978	125	1,539	4,858	0	7,892	0	0	39,392
1992	36,620	112	1,916	5,919	0	5,966	15	0	50,547
1993	60,387	570	181	1,220	0	1,288	564	4	64,214
1994	83,446	318	236	101	0	3,605	1,352	86	89,145
1995	34,579	65	0	2	0	846	271	5	35,768
1996	42,825	306	0	2	0	462	158	0	43,754
1997	52,762	33	0	1	0	2,516	175	20	55,507
1998	34,566	47	16	0	0	2,364	85	0	37,077
1999	38,898	56	0	0	0	2,649	279	0	41,882
2000	45,293	70	0	0	0	6,301	204	0	51,867
2001	52,156	237	1	0	7,163	12,047	201	0	71,806
2002	27,580	5	0	0	382	431	50	0	28,449
2003	23,605	4	0	6	843	4,718	115	0	29,291

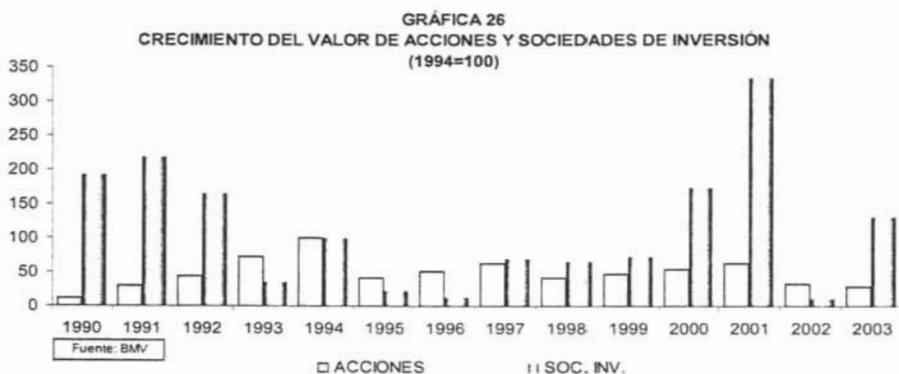
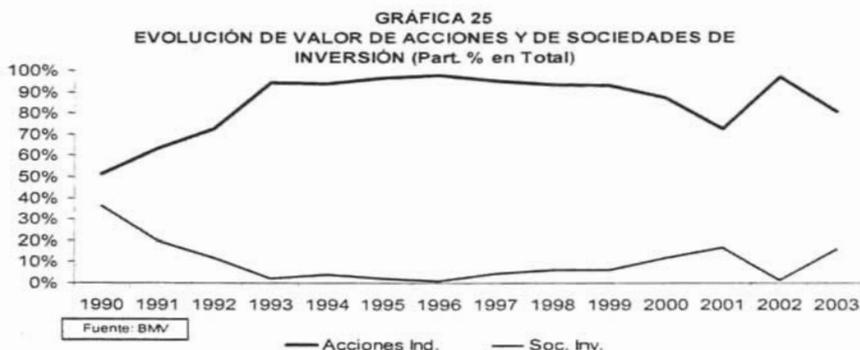
Fuente: BMV

* Industria, Comercio y Servicios

En segundo plano, se encuentra el valor que se opera en las sociedades de inversión, este sector que ha despertado nuevas expectativas de inversión y estímulo para constituirse en fuente clara de financiamientos para la industria en general y las instituciones del gobierno. En efecto, particularmente la actividad de este sector en el mercado de renta variable, inició con crecientes bríos en los primeros años de los noventa (1990-1994), con un promedio de 5,100 millones de dólares; dada la crisis del 94, en el siguiente quinquenio que

va de 1995 a 1999, apenas se promediaron unos 1,700 millones de inversión; y para el período más reciente, 2000-2003, se volvió a comprobar un nuevo impulso por cerca de 5,900 millones, aunque destacando que en 2002 se observó una reducción sin precedente, registrándose sólo 431 millones de dólares, luego de un nivel máximo récord del año previo, por 12,000 millones. (ver gráficas 25 y 26).

Este desempeño aún irregular de la sociedades de inversión dentro del mercado de capitales, apenas siendo representativo del 10.0% del total, lo convierte en un segmento con amplias oportunidades en el futuro cercano, en el que se espera experimente mayor concurrencia de los diferentes actores del mercado de valores en general, y ello como consecuencia de su dinamismo en el total de sus activos.



Efectivamente, observando la reciente evolución de las sociedades de inversión, los activos totales del segmento muestran un comportamiento

creciente desde 1991, aumentando en promedio a una tasa anual del 17.5%, hasta el 2003, es decir, de un monto promedio por 68,100 millones de pesos entre 1991-1994, se pasó a un nivel de 91,000 millones en el lapso de 1995-1999; y a una cifra por 266,000 millones de 2000 a 2003 (ver Cuadro 8).

CUADRO 8
MÉXICO: EVOLUCIÓN DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN, 1991-2003

Año	Sociedades de Inversión	Número de clientes	personas físicas (%)	Activos totales		
				Moneda Nacional (\$)	Moneda Extranjera (USD)	Renta variable* (USD)
1991	207	914.925	94.3%	82,151	26,531	7,892
1992	232	488.392	90.0%	50,845	16,067	5,966
1993	233	427.051	89.4%	79,597	25,612	1,288
1994	252	345.282	87.7%	59,813	17,231	3,605
1995	259	262.095	88.2%	56,669	8,624	846
1996	261	303.652	88.3%	78,708	10,352	462
1997	265	312.165	85.9%	108,614	13,661	2,516
1998	277	333.618	87.5%	120,388	13,007	2,364
1999	280	366.162	88.4%	182,673	19,037	2,649
2000	306	434,274	88.1%	178,233	18,798	6,301
2001	352	553,770	91.0%	291,006	31,185	12,047
2002	366	632,639	91.9%	320,793	32,950	431
2003	373	635,631	92.1%	357,252	33,026	4,718

Fuente: Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB) y BMV.

* Activos de las sociedades de inversión colocados en este mercado. Se puede decir que la mayoría de estos montos, son de Sociedades de Inversión de Capitales (Sincas), las cuales invierten sus recursos de manera temporal en empresas que por sus características particulares presentan viabilidad financiera e importante capacidad de desarrollo productivo que derivan en un retorno sobre el capital invertido de la SINCA. Y también se incluyen Sociedades de Inversión Comunes.

En términos de dólares, en esos mismos períodos, se pasó de 21,300 millones, a un nivel menor, derivado de la devaluación de 1994-1995, de 11,400 millones; para ubicarse en uno por cerca de 27,000 millones de dólares en promedio anual.

GRÁFICA 27
MÉXICO: EXISTENCIA DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN

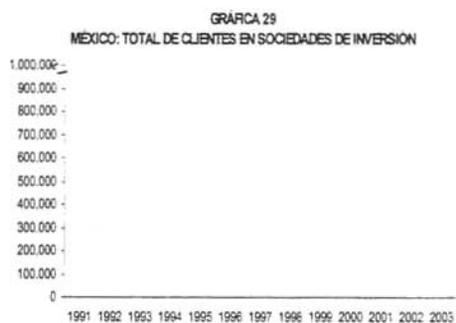


GRÁFICA 28
MÉXICO: VALOR DE ACTIVOS DE SOCIEDADES DE INVERSIÓN
(Millones de pesos)



Los activos de las sociedades de inversión que se encuentran invertidos en renta variable, como se vio anteriormente, han presentado un comportamiento

un tanto errático, ya que en promedio anual representa casi el 19.0% del total invertido en esta figura, pero con sobresaltos precisamente en los mismos períodos analizados. Así, en el primer lapso, la proporción era del 23.2%; en el segundo, de sólo 13.0% y en el tercero, se muestra un repunte que asciende al 22.0% (ver gráficas 28 y 30).



4.2.2.- Comportamiento del mercado de renta fija.

La actividad en el mercado secundario del segmento de renta fija, de 1990 a 1995, evidenció un dinamismo que emulaba al de renta variable, con niveles en promedio de alrededor de 10,500 millones de dólares anuales. No obstante, después de la crisis financiera de 1995, y hasta 1999, sólo se tenían montos operados por 1,260 millones en promedio anual; y posteriormente, de 2000 al 2003, se comprueba una clara desaceleración de la actividad en este sector, de tan sólo 750 millones de dólares en promedio (ver cuadro 9).

CUADRO 9
TOTAL OPERADO RENTA FIJA

Año	MILLONES DE \$	MILLONES DE USD	1994 = 100 (\$)	1994 = 100 (USD)
1990	10,669	3,701	21.2	24.7
1991	23,009	7,588	45.7	50.7
1992	35,267	11,369	70.0	76.0
1993	54,557	17,513	108.3	117.0
1994	50,378	14,964	100.0	100.0
1995	50,113	7,723	99.5	51.6
1996	21,182	2,803	42.0	18.7
1997	7,514	951	14.9	6.4
1998	8,659	941	17.2	6.3
1999	3,638	382	7.2	2.6
2000	5,038	532	10.0	3.6
2001	7,182	770	14.3	5.1
2002	7,820	813	15.5	5.4
2003	9,709	902	19.3	6.0

Fuente: BMV

Los inversionistas, por tanto, no están apostando, como antes, a la compra de títulos de renta fija. Por ejemplo, la renovada actividad de los Certificados de Participación Ordinarios (CPO's) amortizables, que promedió poco más de 320 millones de dólares, está atada a la inversión extranjera en el Fondo Neutro, es decir, se emite el CPO automáticamente y este título lo retiene el comprador extranjero, dándole "derecho patrimonial" de la acción subyacente.⁶¹

Por tanto, se puede observar que es limitada la operación en renta fija y más si se revisa la evolución que han presentado los principales instrumentos de este mercado (ver Cuadro 10).

CUADRO 10
TOTAL OPERADO EN RENTA FIJA POR TIPO DE INSTRUMENTO
(Millones de dólares)

Año	Obligaciones Industriales	Obligaciones Subordinadas	Bonos de Renovación Urbana	Bonos de Renovación Urbana	Bonos Bancarios de Desarrollo	Bonos Bancarios de Vivienda	Certificados de Participación Ordinarios	CPO's Amortizables	TOTAL
1990	1,816	434	108	9	3	829	296	215	3,710
1991	4,315	638	1	301	704	1,048	133	737	7,877
1992	5,222	2,692	3	219	649	97	450	652	9,984
1993	5,020	6,096	0	365	3,456	70	782	0	15,790
1994	3,786	5,438	0	41	3,004	109	966	0	-13,342
1995	1,207	3,070	0	37	885	6	1,909	0	7,114
1996	533	1,478	0	0	199	5	104	0	2,320
1997	225	727	0	0	0	0	0	0	951
1998	88	832	0	0	0	0	0	20	941
1999	55	224	0	0	0	0	0	103	382
2000	204	133	0	0	0	0	0	195	532
2001	68	265	0	0	0	0	0	436	770
2002	34	316	0	0	0	0	0	463	813
2003	70	398	0	0	0	0	0	434	902

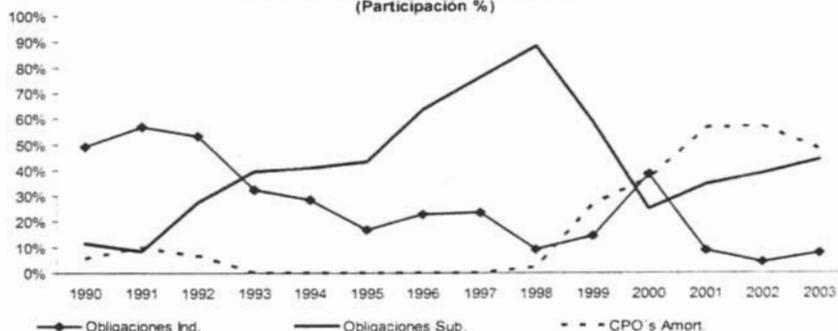
Fuente: BMV

Por ejemplo, los montos de inversión operada en las obligaciones industriales y las subordinadas, que constituían los nichos de inversión más importante a principios de los noventa, tienden prácticamente a representar valores sin mucha importancia. No se diga del segmento de los bonos, cuya participación reciente es nula. Sólo los CPO's, en sus dos variantes, han mostrado un

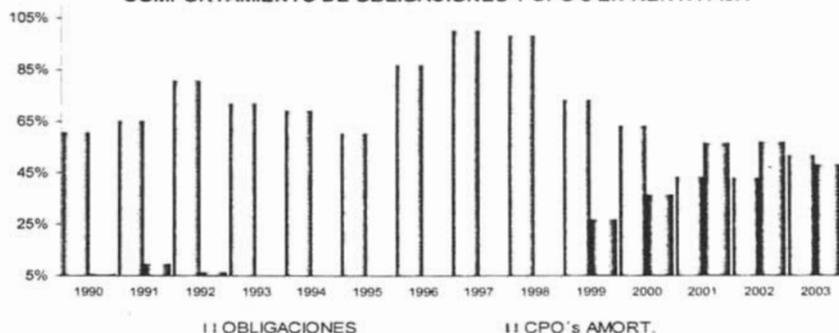
⁶¹ Idea tomada de: HEYMAN, Timothy. *Op. Cit.* p. 201.

desempeño más o menos creciente, aunque con la salvedad de la consideración que se hizo anteriormente, es decir, que está 'atado' a los montos de inversión extranjera (ver gráficas 31 y 32).

GRÁFICA 31
RENTA FIJA: PRINCIPALES INSTRUMENTOS
(Participación %)



GRÁFICA 32
COMPORTAMIENTO DE OBLIGACIONES Y CPO's EN RENTA FIJA

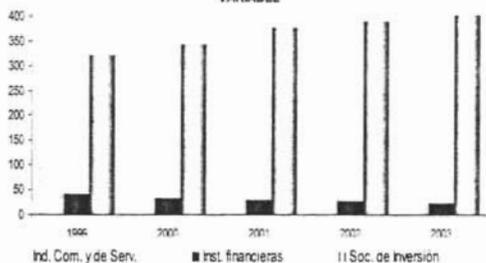


4.2.3.- Valor de capitalización de principales emisoras y series

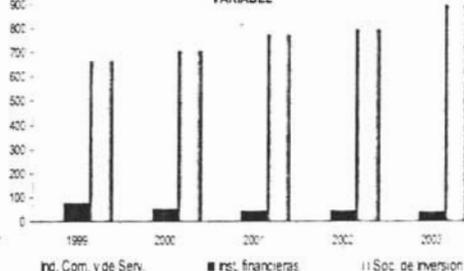
Por lo que se refiere a la participación de las principales empresas emisoras, cabe referir que su número ha variado y su dinámica en la escena del mercado accionario ha presentado cambios en su estructura. Así, se cuentan hasta el 2003, con cerca de 650 emisoras, lo que representa un aumento de 119 con relación a 1999. Particularmente, las emisoras ubicadas en el sector de Industria y Comercio, disminuyeron en 2003, ya que sumaron 135, contra las 144 que operaban en 1999, implicando una reducción de 9 empresas. Las emisoras que representan a instituciones financieras, en esos mismos años, pasaron de 42 a 25 entidades, es decir, una reducción de 17. En cambio, las

emisoras que representan a las sociedades de inversión, se incrementaron en 80 agrupaciones, lo que implica que operan unas 400 emisoras. Estos hechos, hacen ver que el crecimiento efectivo del total de emisoras, se ha debido más al crecimiento de las sociedades de inversión.

GRÁFICA 33
NÚMERO DE EMISORAS INSCRITAS EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE



GRÁFICA 34
NÚMERO DE SERIES INSCRITAS EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE



Aquí un señalamiento importante que debe hacerse, va en el sentido de un desliste de emisoras y series en el mercado de capitales, y se observará más adelante, cómo se ha manifestado y en qué niveles económicos se encuentra. Cabe indicar que en términos generales, cada emisora en promedio opera dos series, y su comportamiento varía en proporción directa de la baja y alta de emisoras (ver gráficas 33 y 34).

En lo que respecta al valor de capitalización del mercado de cada una de las emisoras y series (ver Cuadro 11), se tiene que tan sólo un cúmulo de veinte empresas, del total enunciado, suman alrededor de 80,000 millones de dólares en promedio anual (1999-2003), lo que significa con relación al total del valor del mercado de capitales, cerca del 65.4%. Estos niveles contrastan con los montos que se han manejado tradicionalmente de las diez principales emisoras dentro de la capitalización del mercado, que por citar un ejemplo, entre 1993 y 1996, representaron en promedio el 35% del total.⁶² Ahora, en el período de estudio propuesto, las diez principales empresas, promedian una participación cercana al 55%.

⁶² HEYMAN, Timothy. *Op. Cit.* p. 191.

CUADRO 11
VALOR DE CAPITALIZACIÓN DE PRINCIPALES SERIES
EN EL MERCADO BURSÁTIL

(Millones de dólares)

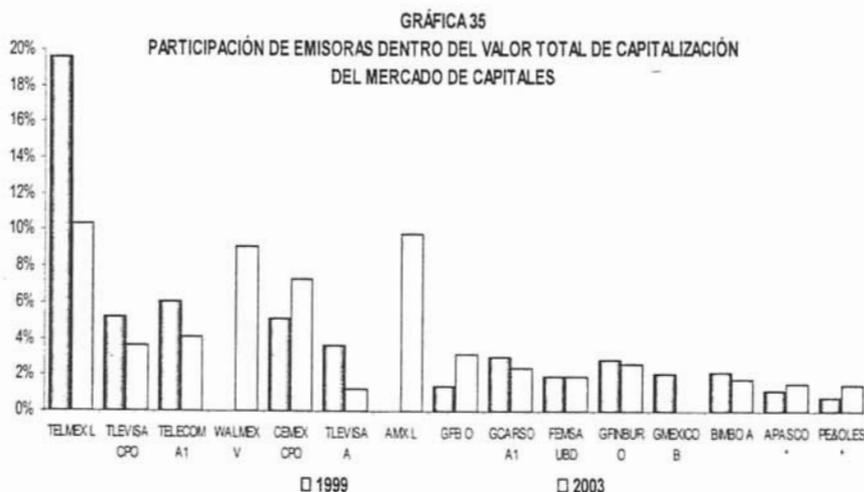
Emisora-Serie	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	28,553	23,510	14,841	13,485	12,764
TLEVISIA CPO	7,591	5,075	4,750	3,178	4,468
TELECOM A1	8,869	7,350	8,137	4,167	5,069
WALMEX V	0	7,800	10,690	8,950	11,144
CEMEX CPO	7,476	5,158	7,537	6,814	8,951
TLEVISIA A	5,286	5,238	0	1,082	1,542
AMX L	0	0	8,740	6,413	12,072
GFB O	2,033	4,468	8,425	3,487	3,884
GCARSO A1	4,465	2,227	2,970	2,150	2,944
FEMSA UBD	2,884	1,925	2,170	2,354	2,362
GFINBUR O	4,223	3,942	3,667	2,558	3,247
GMEXICO B	3,109	0	645	727	0
BIMBO A	3,160	2,000	2,328	1,755	2,207
APASCO *	1,650	1,236	1,191	1,436	1,946
PE&OLES *	1,154	270	409	742	1,797
GFNORTE O	699	1,348	1,050	1,236	1,751
ALFA A	2,756	826	654	955	1,741
KIMBER A	2,624	1,820	1,927	1,458	1,584
GMODELO C	1,777	1,733	1,459	1,599	1,561
GSANBOR B-1	2,109	1,348	1,714	1,243	1,507
Resto	55,435	44,425	33,288	38,863	40,341
TOTAL	145,853	121,699	116,594	104,652	122,882

Fuente: BMV

Como puede observarse, Telmex es la empresa líder en el valor de capitalización, con unos 18,600 millones de dólares en promedio anual (1999-2003). Asimismo, otras empresas que son parte del sector de telecomunicaciones en México, como Televisa, Telecom y América Móvil, suman en conjunto cerca de 19,800 millones de dólares, lo que representa el 16.2% del total, y que adicionada esta proporción a la parte que representa Telmex, se puede observar una participación global de este sector representativa de la tercera parte del valor total del mercado (31.4%), con un monto total por 38,400 millones de dólares. Otro grupo de empresas que se pueden destacar del Cuadro 11, son grandes consocios industriales (Carso,

Femsa, Bimbo, Alfa, Kimberly, Modelo y Sanborns), que suman unos 14,000 millones de dólares, con una participación dentro del valor total, que alcanza el 11.5%. Por su parte, empresas cementeras y extractivas, representan del total el 8.5% (10,450 millones). Los grupos financieros más representativos, en promedio acumulan un monto por 9,200 millones de dólares, con lo que su participación en el mercado es del 7.5%. Y finalmente, destaca el almacén de autoservicio Wal-Mart, que con un ingreso reciente al mercado, representa por sí sola el 6.3% del valor global de capitalización, con un promedio de 7,700 millones de dólares.

También sobresale el hecho que esta empresa (Wal-Mart), junto con América Móvil, en 2003, llegaron a representar casi la misma proporción que Telmex, con un 10%, siendo que en el año de 1999, la gigante de la telefonía en México, significó del total cerca del 20%. Es decir, Telmex y otras emisoras tuvieron que ceder participación a estos nuevos corporativos (como se muestra en la gráfica 35). Asimismo, Cemex sobresalió en su crecimiento, puesto que pasó de un 5%, a un 7% en esos años.



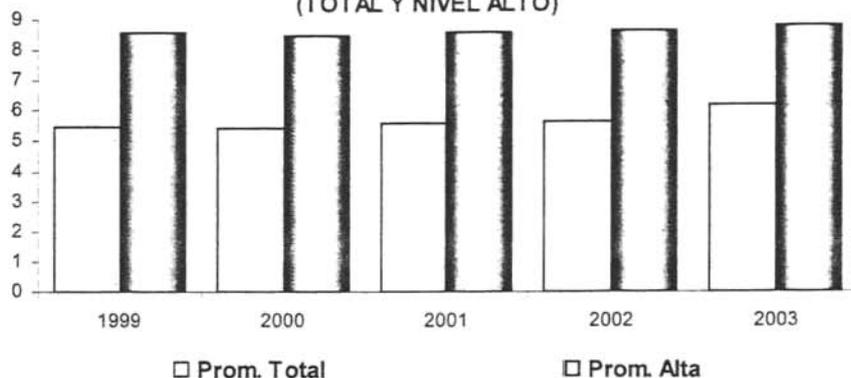
Lo que se puede comprobar hasta aquí, es que, como se ha estado refiriendo, existe una tendencia clara hacia la 'terciarización' de la economía, debido al mayor posicionamiento de las ramas tecnológicas, de información y financieras en el mercado accionario. Y ello no es privativo sólo de México, sino que es un reflejo mundial. Así, se tiene que en 1999, un estudio reflejó precisamente lo que ahora es una constante. Por ejemplo, se muestra que en promedio mundial la proporción de sectores de servicios diversos, representa del total global, alrededor del 66%, contra un nivel del 27%, compuesto por emisoras ubicadas en la industria tradicional. México por su parte, en dicho estudio, estuvo dentro de esos parámetros, al promediar 62% y 36%, respectivamente. Asimismo, el promedio de países desarrollados, osciló en 69% y 24%, en cada caso.⁶³

4.2.4.- Nivel de bursatilidad de emisoras

En lo referente a los rangos de bursatilidad de las emisoras, dentro del mercado de capitales, es útil apuntar que México en el entorno mundial se comporta en un estándar competitivo. Haciendo referencia al mismo estudio enunciado, se puede observar como México pasó de niveles de bursatilidad (*desviación estándar DE*) en las emisoras más destacadas, de los años previos a la diversificación internacional, de 1988 a 1991, de 8.67 puntos, a un rango de 9.32 hasta el año 2000, y como puede apreciarse en el siguiente gráfico, en años recientes se mantiene en alturas que rondan los 9.0 puntos de la más alta bursatilidad. Aunque se nota que el total del mercado, a pesar de registrar rendimientos crecientes, se encuentra en montos de 5.2 y 6.0 puntos de DE. En comparación con el nivel registrado de 5.8 puntos en los países desarrollados, durante el 2000 (ver Gráfica 36)

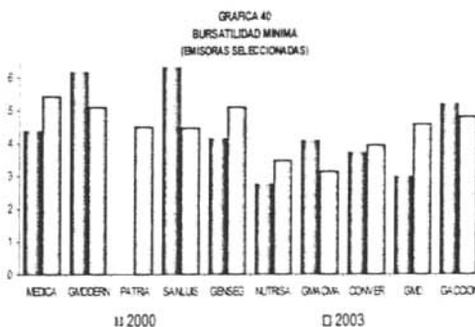
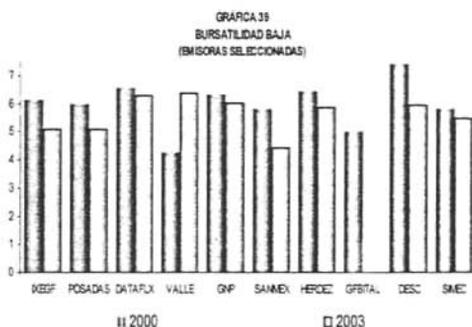
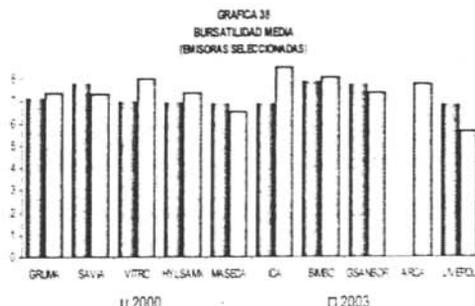
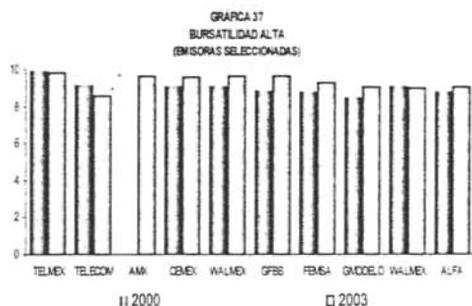
⁶³ BROOKS, Robin and Catao, Luis. "The new economy and global stock returns". IMF (Working paper). Estados Unidos. 2000. pp. 36-38.

GRÁFICA 36
 INDICE DE BURSATILIDAD
 (TOTAL Y NIVEL ALTO)



No obstante, habría que recordar que los rendimientos accionarios también se complementan con la medida Sharpe (SHP), que al compararse con la diversificación internacional de las carteras, se puede encontrar el nivel de eficiencia en la diversificación, el cuál en los países desarrollados de 1986 al 2000, osciló en el 43%, en tanto que en México se ubicó en 30%.

Por otro lado, a continuación se muestra una selección de emisoras que se encuentran en los rangos de rendimientos que maneja la BMV. Por ejemplo, de las diez emisoras que están en el nivel de 'alta' bursatilidad, destacan: Telmex, Telecom, América Móvil, Wal-Mart, Grupo Modelo y Cemex. En las de 'media' bursatilidad, se encuentran, entre otras: Gruma, Vitro, Maseca, ICA e Hylsamex. En el horizonte de 'baja' bursatilidad, sobresalen: Grupo Financiero IXE, Grupo Posadas, Herdez, DESC y Grupo Financiero Bitel. Y dentro de las empresas que en los últimos cuatro años, han aparecido en los niveles 'mínimos' de bursatilidad, se tiene a: Grupo San Luis, Grupo Patria, Nutrisa, Médica y Grupo Mexicano de Desarrollo (GMD).



4.2.5.- Valor operado por principales emisoras y series

De 1996 a 2003, el valor operado en el mercado secundario, promedió cerca de 39 mil millones de dólares, siendo que 25 emisoras se han presentado, en períodos específicos, como las más representativas del mercado bursátil, significando en promedio anual cerca del 70% del total del valor operado en el mercado.

Como puede apreciarse en el Cuadro 12 y Gráfica 41, seis emisoras son las que de manera constante se han comportado en la operación bursátil, año con año, en el lapso observado de 1996 a 2003 (Telmex, grupos: Alfa, Femsa, Carso, Cemex CPO, y Kimberly Clark), representando a su vez casi una tercera parte de toda la operación en promedio anual, en conjunto con unos 14 mil millones de dólares. Por su parte, un pequeño grupo de corporativos, conformado por: Cifra (con dos series), Cemex B y Banamex, representan una quinta parte de la operación anual, con un monto promedio por alrededor de 9,100 millones de dólares, pero sobre todo registrados en el período que va de

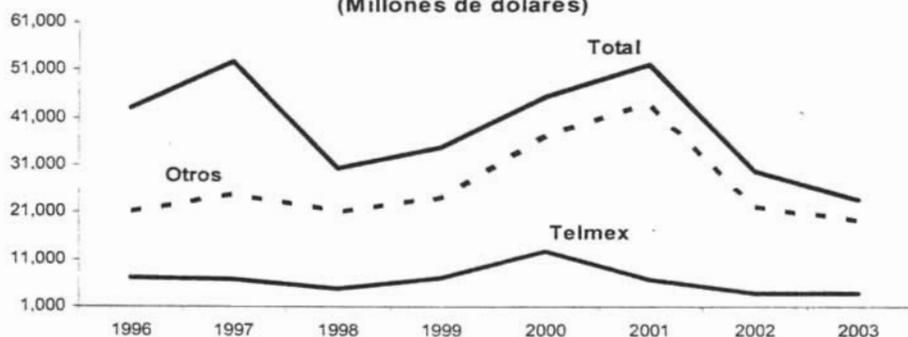
1996 a 1999. Y un tercer grupo de emisoras, con una actividad más reveladora en los últimos cuatro años (2000-2003), integrado por: Wal Mart, Bancomer, los corporativos de telecomunicaciones: América Móvil, Telecom, Televisa y TVAzteca; así como, Grupo Modelo y Banorte, partícipes de otra quinta parte del total de la operación anual, equivalente a 9,600 millones de dólares.

CUADRO 12
VALOR OPERADO EN LA BMV DE PRINCIPALES SERIES DE ACCIONES, 1996-2003
(Millones de dólares)

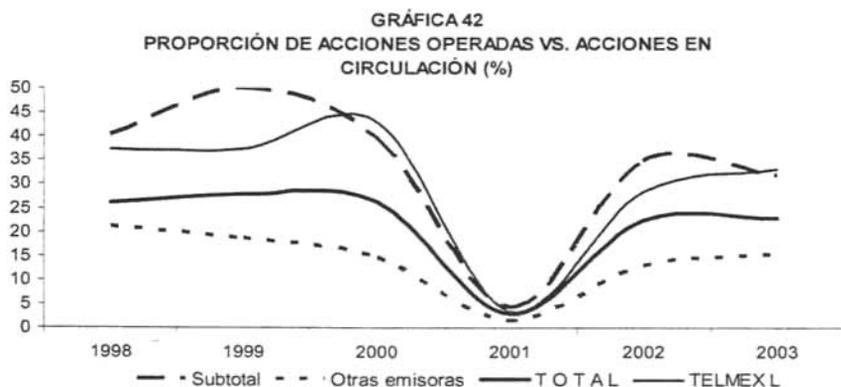
Emisora-serie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	6,959	6,736	4,887	7,000	12,790	6,830	4,027	3,982
ALFA A	1,695	2,721	1,364	1,612	1,392	545	753	721
FEMSA B	0	2,552	1,805	1,495	1,352	995	960	932
GCARSO A1	1,949	2,383	1,409	1,523	1,175	580	865	200
CEMEX B	2,118	2,040	1,423	1,133	0	0	0	0
CEMEX CPO	1,590	1,832	1,624	2,667	2,954	3,794	2,681	2,199
CIFRA V	0	1,889	1,291	1,342	0	0	0	0
KIMBER A	1,688	1,644	1,222	1,202	996	767	551	495
BANACCI B	0	1,628	1,439	1,574	2,632	17,576	0	0
CIFRA C	0	1,269	1,063	704	0	0	0	0
GFB B	1,040	0	0	1,663	2,376	2,107	1,645	2,054
WALMEX V	0	0	0	0	2,682	2,232	2,453	2,406
TELECOM A1	0	0	0	0	2,390	1,360	883	402
AMX L	0	0	222	77	76	3,805	3,301	2,414
TLEVIS A CPO	0	0	589	946	1,693	1,422	1,330	1,362
GMODELO C	0	0	626	672	726	855	1,129	1,078
GFNORTE O	0	0	139	158	264	414	528	561
TVAZTCA CPO	0	0	360	192	812	592	813	365
Subtotal	17,039	24,494	19,462	23,960	34,311	43,873	21,919	19,170
Otras emisoras	26,097	28,301	11,001	10,711	10,982	8,284	7,933	4,435
T O T A L	43,136	52,795	30,463	34,671	45,293	52,157	29,852	23,605

Fuente: BMV

GRÁFICA 41
VALOR TOTAL OPERADO EN EL MERCADO BURSÁTIL
(Millones de dólares)



Habrá que distinguir dos situaciones en cuanto a las operaciones del mercado bursátil, una que se refiere al número de acciones negociadas, y otra, referente al número de acciones en circulación. En el primer caso, cabe indicar que en promedio anual desde 1998, hasta 2003, se negociaron en promedio anual, un total de 23,379 millones de acciones. En cambio, con respecto a las acciones en circulación, el mont  osciló en promedio anual en cerca de 243,697 millones de títulos. Esto significa que aproximadamente el 10% representa lo operado con relación a la circulación de valores. No obstante ello, es importante señalar que debido a que en 2001 se verificó un incremento importante de acciones operadas, en poco más de 11 mil millones de unidades, causado por un monto inusual operado por Banamex, equivalente a 17,000 millones de dólares, debido al desliste de la parte de los activos del banco una vez que fue adquirido por parte de Citygroup, (como se verá más adelante) y como consecuencia de políticas de las emisoras, en cuanto a proponer operaciones de 'split' (multiplicar el número de acciones en manos de inversionistas), tuvo como consecuencia que de forma exponencial se sobredimensionara el volumen en circulación, tan sólo en ese año en cerca de diez veces, para posteriormente, en 2002, volver a su nivel real. Es decir, el mercado de las acciones en circulación, ronda las 87,455 millones de acciones en promedio anual (exceptuando 2001), y por ende, la proporción de los títulos operados con respecto a los que est n en movimiento, se encuentra en una banda del 25% en promedio. Lo comentado, se ilustra con la Gráfica 42.



Dentro de este ámbito, sobresale que sólo ocho emisoras son las que dominan, tanto lo referente a los valores operados, con el 50% del total; como los que se encuentran en operación, con cerca del 40%. Y son en orden de importancia, las siguientes: Telmex, Bancomer, América Móvil, Banamex, TV Azteca, Wal-Mart, Cemex y Televisa.

Por último, destaca que tomando el último año de estudio, 2003, los precios virtuales por acción resultantes del valor operado y el número de acciones operadas, de las diez principales emisoras, hacen ver que aunque Telmex por lo regular está en los primeros sitios, en esta ocasión, se encuentra en la última posición, con 1.56 dólares por acción. El primer lugar lo registró Cemex, con 4.56 dólares; seguido de Femsa, con 3.66; Grupo Carso con 2.88 dólares; Banorte, con 2.78; y Wal-Mart con 2.67 dólares por cada título, entre los más representativos.

4.2.6.- Precio por utilidad en el mercado accionario

Como es sabido, el múltiplo *precio/utilidad* expresa el número de veces que depararían las utilidades al invertir en acciones del mercado bursátil en su conjunto, en un sector concreto o en una empresa emisora en lo particular, y se supone que su dimensión depende del crecimiento porcentual esperado para una empresa, por ejemplo, y de las condiciones financieras (tasas de interés) que existen en una economía interna. De acuerdo con la literatura especializada, existen varios métodos para calcular dicho índice, desde el tradicional utilizado para valorar las acciones de empresas en crecimiento, con una fórmula ciertamente rígida; hasta los más usados, como el denominado "Método del valor presente para doce años"⁶⁴, el cual se basa, precisamente, en el valor presente de las utilidades futuras.

A continuación se presenta un ejemplo que ilustra mejor el concepto de precio/utilidad, según este último enfoque:

"Si la empresa "A" logra crecer un 14% anual en los próximos doce años, cada USD 1 de utilidades de hoy se convertirá en USD 4.82 en el

⁶⁴ Ideas tomadas de: Little, Jeffrey B. "Cómo entender Wall Street". pp. 128-130.

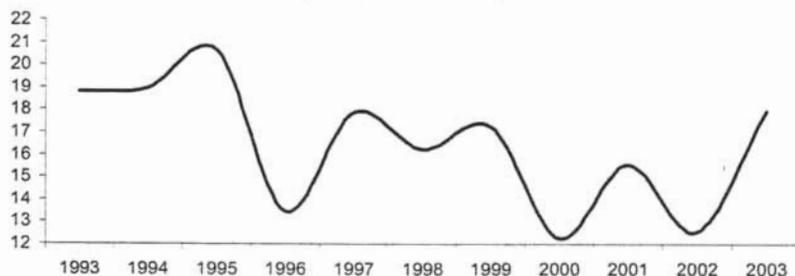
año doce. Si otra empresa, la compañía "B", de calidad similar, crece un 11% anual, cada USD 1 de utilidades se convertirá en USD 3.50 después de doce años. ¿Cuál es el valor de 4.82 y 3.50 actualmente y no dentro de doce años? La respuesta depende, por supuesto, de la rentabilidad anual que el inversionista esté buscando".

Utilizando la Tabla del Valor Presente para doce años, se puede ver que los 4.82 (14% de crecimiento) tienen un valor presente de USD 1.54 y los 3.50 (11% de crecimiento) tienen un valor presente de 1.12 cuando el inversionista busca una rentabilidad del 10% anual. Si por alguna razón, el inversionista exige una rentabilidad del 12%, el valor presente de las utilidades futuras de la empresa "A" es de 1.24, mientras que el de la empresa "B" es de 0.90⁶⁵

Efectivamente, el cálculo en México del referido múltiplo, puede tener variantes, pero lo que estará mostrando será en esencia lo que se ha descrito en general, o sea, lo que los inversionistas esperarían de rentabilidad al invertir en el mercado accionario y más específicamente: según el análisis que efectúen en una empresa, por ejemplo.

La información disponible, muestra un nivel de precio/utilidad en el mercado, de 16.49 el promedio de veces las utilidades, en los últimos once años (1993-2003), rango que, de acuerdo a los analistas, no está mal para un país emergente y con empresas grandes en constante expansión y crecimiento (ver Gráfica 43).

GRÁFICA 43
PRECIO/UTILIDAD EN EL MERCADO ACCIONARIO
(Múltiplo a fin de año)



⁶⁵ Little, Jeffrey B. Op. Cit. p. 131.

Los datos referentes a sectores económicos o a emisoras seleccionadas, dependerá de sus particularidades y seguramente se verificarán índices diferenciados, de acuerdo a su comportamiento operativo, financiero y de crecimiento específico. Así por ejemplo, los sectores económicos que participan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), presentan una evolución diferenciada en cuanto al índice de rendimiento. A continuación se presenta un cuadro resumen de los últimos seis años.

CUADRO 13
PRECIO/UTILIDAD POR SECTOR ECONÓMICO DENTRO DEL MERCADO ACCIONARIO
 (Múltiplo)

Sector	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Extracivo	21,91	13,18	1,36	3,20	39,85	—
Transformación	23,86	14,66	15,94	12,10	11,10	16,22
Construcción	7,58	9,59	5,83	13,20	9,77	12,53
Comercio	16,82	24,14	19,23	15,80	19,26	21,19
Comunicaciones	13,03	23,18	11,27	31,70	10,04	17,77
Servicios	16,42	12,17	12,30	15,90	13,66	18,21
Varios	15,31	5,22	8,86	9,10	7,95	18,18
Promedio	16,42	14,59	10,68	14,43	15,95	17,35

Fuente: BMV

Nota: índice reportado al final de año.

4.3.- *Las nuevas manifestaciones del mercado accionario*

Hacia donde tiende el mercado accionario, en los últimos años, es a una reconfiguración de su participación. Lo observado hasta aquí, evidencia una propensión hacia la menor actividad en la emisión de títulos y por ende, en una menor operación en el mercado secundario. Las emisoras y las nuevas políticas de la BMV, apuntan hacia una dinámica globalizadora de los mercados, que implica una actividad enfocada más a la compra y reventa de papeles en un mercado internacionalizado, lo que lo convierte en una nueva alternativa para la inversión, sin arriesgarse demasiado en empresas nacionales, que a más de ser conocidas, no ofrecen las ventajas de las transnacionales en pleno crecimiento y con mayores garantías de utilidades plenas.

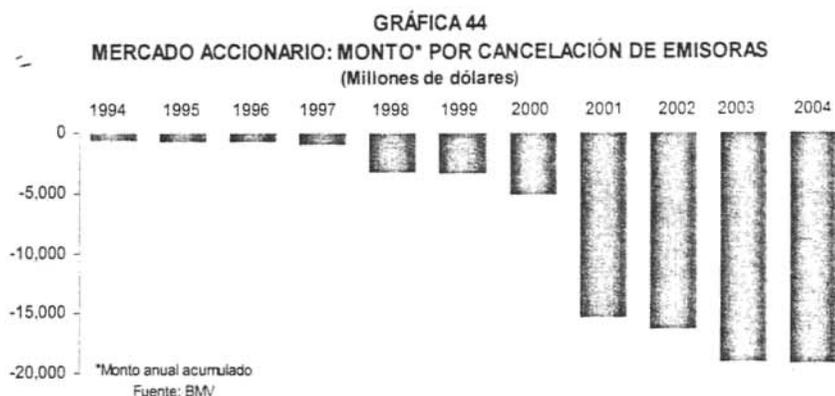
4.3.1.- Cancelaciones (Desliste) y nuevas inscripciones (Enliste) de emisoras y series en el mercado bursátil (acciones y bonos)

Desde 1994, y hasta la fecha, se ha mantenido la versión (en ocasiones con pruebas fehacientes, como se anotó al inicio de este Capítulo) de que el mercado de capitales en México ha tenido un comportamiento dinámico, que se ha traducido en un bienestar generalizado para las empresas emisoras que actúan en el mercado accionario. Pero también, como se apuntó anteriormente, al mercado de capitales de largo plazo le ha faltado constituirse realmente como una fuente importante de recursos para las empresas en general, así como para el gobierno y otros actores económicos. Porqué se dice esto? Sencillamente debido a que cuando las empresas se convierten en emisoras de valores para obtener mejor imagen de negocios, están esperando, en primer lugar, obtener recursos de primera mano al colocar acciones y/o bonos (mercado primario) útiles para solventar sus proyectos específicos y consecuentemente, esperar que en función de sus resultados financieros sanos y una administración eficiente, el valor de sus acciones que se están revendiendo en el mercado secundario, refleje el precio/utilidad acorde a su expansión y crecimiento; y por tanto, al momento de emitir nuevamente valores, éstos tengan el atractivo que representa el reflejo de la adecuada marcha de la empresa.

Por tal motivo, se esperaría que las emisoras listadas en la BMV, permanecieran de forma constante en el mercado. Con el dinamismo económico observado hasta 1994 en el país, que empujó a nuevas empresas a inscribirse en la bolsa, se manifestó un nuevo ambiente propicio para la emisión de valores. No obstante, a partir de 1998, principalmente, se comenzó a ver una tendencia creciente al 'desliste' de emisoras y series, lo que contrastó con una menor proporción de empresas que se enlistaran en el mercado.

A continuación, se mostrará cómo se ha manifestado el fenómeno de la cancelación (desliste) de emisoras a lo largo de los últimos diez años, así como las nuevas inscripciones (enliste).

En lo referente a las cancelaciones de emisoras del mercado accionario que se han suscitado, éstas alcanzan un monto relevante, ya que se ha acumulado un total por poco más de 19 mil millones de dólares, como valor de mercado, entre 1994 y 2004 (ver Gráfica 44), equivalente en moneda nacional a cerca de 180 mil millones de pesos.



Esto significó la cancelación de 61 emisoras y 87 series respectivas en el transcurso del período de estudio. De dicho total, destacaron 6 emisoras por su tamaño e importancia, y además de representar montos significativos dentro del valor total del mercado (ver Cuadro 14). Así, se ubica a Banamex Accival (Banacci) como el agente que representó de todos los participantes, el 7.4%, equivalente a 8,700 millones de dólares, siendo el motivo de su desliste, como es sabido, la adquisición que tuvo lugar por parte de Citygroup, uno de los mayores bancos a nivel mundial de origen estadounidense, en septiembre de 2001. En segundo lugar, estuvo Celanese, empresa del ramo textil, la cual al ser absorbida por una empresa nacional no inscrita en la bolsa, dejó de participar a partir de diciembre de 1998, lo que significó el 2.5% del mercado, esto es, unos 3,000 millones de dólares. En ese orden de importancia, se ubicó el Grupo Financiero Bital, otro banco que fue adquirido por uno transnacional (HSBC), en julio de 2003, por lo que motivó su salida de la bolsa; su impacto en el mercado, supuso el 1.6%, o sea, alrededor de 1,900 millones de dólares. En cuarto sitio, se encontró Seguros Comercial América, que de igual forma, al ser absorbido por una aseguradora extranjera (ING, Insurance International),

salió del mercado bursátil en noviembre de 2001, impactando en el valor total con cerca de 1,360 millones de dólares, es decir, el 1.2%.

La embotelladora Pepsi-Gemex, por su parte, se dio de baja del mercado en diciembre de 2002, al ser adquirida por una empresa extranjera no inscrita en la bolsa, lo que representó del valor total del mercado, un monto cercano a 940 millones de dólares (0.8%). Finalmente, en sexto lugar se ubicó Tubos de Aceros de México (TAMSA), con una participación del mercado de al menos 0.5%, proporción equivalente a unos 560 millones de dólares; su desliste, ocurrió en agosto de 2003.

CUADRO 14
CANCELACIÓN DE EMISORAS EN EL MERCADO ACCIONARIO, 1994-2004
(Causas y peso % en el total del mercado)

EMISORA	ADQUISICIÓN POR UNA SOCIEDAD NACIONAL NO INSCRITA	ADQUISICIÓN POR UNA SOCIEDAD TRANSNACIONAL NO INSCRITA	DECISION DE LOS ACCIONISTAS	LIQUIDACIÓN	PARTICIPACIÓN EN EL VALOR DE MERCADO	MONTO (Millones de dólares)
BANACCI	—	7.3839%	—	—	7.3839%	8,719
CELANES	2.5444%	—	—	—	2.5444%	3,004
GFBITAL	—	1.6036%	—	—	1.6036%	1,894
SEGOAM	—	1.1511%	—	—	1.1511%	1,359
PEPSIGX	—	0.7985%	—	—	0.7985%	943
TAMSA	—	0.4763%	—	—	0.4763%	562
Otras	0.8041%	0.2811%	0.4413%	0.7516%	2.2782%	2,690
Total general	3.3485%	11.6946%	0.4413%	0.7516%	16.2360%	19,172

Fuente: BMV

Es importante resaltar, que estas empresas representaron del total cancelado en estos años, cerca del 86%, equivalente a 16,500 millones de dólares.

Otro dato importante, es lo referente a los motivos que llevaron a la cancelación de las 61 emisoras del mercado bursátil; destacando que 14 empresas que representaron del total del mercado, el 72% lo realizaron debido, como se vio en algunos casos, a la absorción de que fueron objeto por parte de empresas transnacionales no listadas en bolsa; otro 21% (compuesto por 23 empresas) se separó del mercado por haber sido adquiridos, también, por empresas no listadas, pero nacionales. Y en menor medida, 17 empresas que representaron en conjunto tan sólo el 3% del valor total del mercado,

cancelaron su participación debido a la decisión de los accionistas, tal vez orillados a tomar tal determinación por experimentar poca bursatilidad sus acciones en el mercado. Finalmente, un cúmulo de 7 empresas, que representaron del total el 5%, sufrieron su liquidación, y por consecuencia, cancelaron su participación en el mercado. Dentro de este último grupo, destacan los bancos pequeños que ya no existen, como: Banca Cremi, Banco del Oriente y Banco Abaco.

Por su parte, las nuevas inscripciones que se sucedieron en el lapso de estudio (1994-2004), no pudieron compensar el valor implicado por concepto de cancelación de emisoras, ya que el monto por aquel concepto equivalió a poco más de 3,860 millones de dólares, significando un saldo virtual negativo por una cifra cercana a los 15,300 millones.

Durante el período que va de 1994 a 1997, el enliste de nuevas emisoras en el mercado equivalió a 43 entidades, lo que supuso un impacto en el valor total cercano a 1,750 millones de dólares; en contraste, para el lapso de 1999 a 2004, las emisoras inscritas apenas llegaron a 7, pero con un valor superior equivalente a 2,100 millones de dólares, es decir, tuvieron mayor peso relativo en el mercado.

Es importante hacer notar que dentro del primer lapso enunciado, específicamente en 1994, se tuvo la mayor inscripción con 20 emisoras, de las cuales, cuatro destacaron por su participación dentro del valor de mercado, ya que representaron en conjunto el 72%: Grupo Modelo (con 532 millones de dólares); Gruma (con 164 millones); Sigma Alimentos (77 millones); y Grupo Iusacell (77 millones). Posteriormente, en 1995 sólo se registra una empresa, Corporación Interamericana de Entretenimiento (CIE), con un valor cercano a los 13 millones de dólares. En 1996 se inscribieron 12 emisoras, las cuales sólo representaron el 7.2% del total listado en todo el período de estudio, sobresaliendo empresas como: Grupo Corvi (60 millones); Acer (con 30 millones de dólares); y Grupo Imsa (38 millones). Para 1997, continuó la onda expansiva de inscripciones, con 10 emisoras, aunque también con poco impacto en el total (11.7%), ubicándose algunas de importancia: TV Azteca

(91 millones de dólares); Bachoco (64 millones); y Grupo Azucarero México (GAM) (con casi 40 millones). Después de una sequía de inscripciones en 1998, para el siguiente año sólo se registró una sola emisora, evidenciándose ya poco interés en el mercado accionario. En el año 2000, destacó el registro de Unefon, con un valor cercano a los 97 millones de dólares. Finalmente, entre 2002 y 2004, sólo se inscribió una empresa por año, en ese orden: Cablevisión (con 220 millones de dólares), Grupo Sare (40 millones), y Urbi Desarrollos Urbanos (con 869 millones). Cabe indicar que a mediados de 2004, la Desarrolladora Homex (ramo de la construcción) se listó también en el mercado con un valor equivalente a 820 millones de dólares. (ver Cuadro 15)

CUADRO 15
PRINCIPALES EMPRESAS INSCRITAS DURANTE EL PERÍODO 1994-2004
(Millones de dólares)

EMISORA	SERIE	FECHA DE INSCRIPCIÓN	VALOR DE MERCADO INSCRITO	PARTICIPACIÓN % EN VALOR INSCRITO	PARTICIPACIÓN % EN VALOR TOTAL DE MERCADO
URBI	*	7-May-04	869	22.5%	0.64%
HOMEX	*	29-Jun-04	828	21.4%	0.61%
GMODELO	C	16-Feb-94	532	13.8%	0.26%
CABLE	CPO	9-Abr-02	220	5.7%	0.16%
GRUMA	B	29-Abr-94	164	4.2%	0.09%
UNEFON	"A"	15-Dic-00	97	2.5%	0.08%
TVAZTCA	"CPO"	15-Ago-97	91	2.4%	0.06%
CEL	D y L	15-Jun-94	77	2.0%	0.04%
SIGMA	B	19-Sep-94	77	2.0%	0.04%
BACHOCO	"UBL"	19-Sep-97	64	1.7%	0.04%
GCORVI	"UBL"	8-May-96	60	1.5%	0.05%
Otras	—	—	782	20.3%	0.57%
TOTAL	—	—	3,862	100.0%	2.64%

Fuente: BMV

De acuerdo a lo expuesto, se puede apreciar que las nuevas inscripciones acontecidas en los años de estudio, representaron una parte marginal del valor total del mercado, en las fechas específicas de su listado. Como se observa, en términos acumulados se registró una proporción del 2.6%, destacando de igual modo las emisoras que se muestran en el cuadro 15.

4.3.2.- Nueva forma de operar en el mercado secundario global

Las nuevas formas de actuar de las emisoras, por lo visto, no tiende a la nueva emisión de valores (acciones y bonos) a nivel nacional, es decir, en el mercado de valores, para de esta forma financiarse.

Se enfocaron en el pasado reciente, a la búsqueda de inversores en el mercado estadounidense (Adr's); y han descubierto últimamente las reales áreas de oportunidad que representan los fondos de inversión. Pero si se percata, lo que se pretende ya no es tanto la emisión, sino la comercialización de los títulos en el mercado secundario, y ahora con una nueva tónica: la reventa de acciones y bonos en el llamado 'mercado global' que recientemente ha comenzado.

En efecto, a fines de mayo de 2003, se instituyó el Mercado Global BMV, con lo que su operación inició representando apenas cerca del 0.4% del valor total operado, es decir, unos 176.6 millones de dólares. Con ello, los inversionistas mexicanos cuentan con una nueva opción, que implica poder participar aquí en la BMV, para poder poseer títulos de empresas emisoras de talla mundial listadas en este mercado. Es decir, se tendrán más posibilidades de invertir en otros productos, como son: sociedades de inversión, la incorporación (inscripción) de nuevas emisoras especializadas en metales y petróleo, emisoras europeas y latinoamericanas; asimismo, bonos mexicanos (UMS, Pemex CFE, Cemex, Televisa, Telmex, entre otros); y también, bonos extranjeros gubernamentales y corporativos (T.Bill, T-Bond, T-Notes).⁶⁶ Sus características principales, se resumen a continuación:

- "Basado en el principio del desarrollo del Mercado Doméstico
- Su objetivo central es la introducción y promoción de instrumentos que permitan "completar" mercados en México.
- Busca ampliar las alternativas de inversión para inversionistas nacionales
- Consiste en la incorporación gradual en el sistema de operación de la BMV (Sentra capitales) de valores listados y cotizados en los principales mercados internacionales

⁶⁶ BMV. "Evolución del Mercado Global BMV y próximos listados". Agosto 2003.

- Se basa en el esquema legal y operativo del Sistema Internacional de Cotizaciones
- El Mercado Global BMV es un mecanismo diseñado para listar y operar valores que no fueron objeto de oferta pública en México y que no se encuentran listados en el Registro Nacional de Valores de la CNBV. Su objetivo central es la negociación de valores en el mercado secundario.
- Su propósito es contribuir a la internacionalización del mercado de valores al ser una alternativa adecuada y eficiente para lograr la negociación de valores extranjeros en México.
- Se ha definido este esquema como el vehículo idóneo para ofrecer a los inversionistas nacionales valores extranjeros cotizados en los principales mercados mundiales en la propia Bolsa (acciones y deuda).⁶⁷

Se establecen las condiciones mínimas que deberán presentar los agentes inversores en el mercado:

- "El artículo 111 de la Ley del Mercado de Valores, establece que las Bolsas deberán proveer en su reglamento interior los perfiles y tipo de inversionistas que podrán realizar operaciones con valores listados en este apartado.
- Actualmente el Reglamento Interior de Bolsa solamente tiene contemplado la participación de inversionistas institucionales.
- El Reglamento Interior se encuentra en proceso de reforma que contempla incluir un nuevo tipo de inversionista "calificado".
- Inversionista "CALIFICADO" es aquella persona que mantenga en promedio durante el último año, inversiones en valores por un monto igual o mayor a 1'500,000 unidades de inversión, o que haya obtenido en cada uno de los dos últimos años, ingresos brutos anuales iguales o mayores a 500,000 unidades de inversión.

⁶⁷ BMV. "Mercado Global BMV, las empresas del mundo en tu bolsa". Mayo 2003.

- Se están realizando gestiones con la CNBV con el objetivo de que autorice de manera independiente esta reforma al Reglamento Interior.⁶⁸

La propuesta del mercado global, hace prever que, en efecto, se conectará el mercado global de capitales con el país, a fin de tramitar de forma más expedita las participaciones de los inversionistas en este amplio mercado, pero ello podrá ser un limitante de que esos recursos vayan a servir a proyectos específicos de los corporativos nacionales. Así es, los intermediarios bursátiles, las autoridades y demás participantes del mercado, se verán con mayor actividad, pero quien se beneficiará serán las empresas extranjeras.

Efectivamente, el mercado global de capitales, como se vio en el capítulo 2, está permeando con sus nuevas modalidades tecnológicas, su crecimiento sin freno, tratando ahora de exprimir los recursos de los países en desarrollo para favorecer a los inversionistas, tanto privados, como institucionales, haciéndolos participar en los mercados secundarios ya de por sí robustos, en los cuáles saldrán también beneficiados los intermediarios financieros especializados, los que estarán apostando a que los inversionistas se posicionen en fondos de inversión internacionales, y en lo que respecta a la actividad interna, ven con beneplácito el ingreso reciente⁶⁹ de las Siefores (Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro) a la BMV, para que participen en el mercado secundario de renta fija y renta variable, y eventualmente en el mercado global descrito más arriba. Es decir, estos recursos que pertenecen a los trabajadores de México podrán detentar acciones y valores de empresas del país y de otras naciones. Pero si se manejara un esquema donde las empresas de la bolsa optaran por emisiones primarias, éstas podrían obtener recursos frescos por esa vía y por ende, el mercado de capitales sí cumpliría su función básica.

⁶⁸ BMV. Op. Cit.

⁶⁹ "A partir del 17 de enero de 2005, los más de 33 millones de mexicanos inscritos en las Afores podrán convertirse en accionistas de las principales empresas del país y del mundo, por medio de la inversión de sus fondos para el retiro en el mercado de valores. Las Siefore podrán colocar hasta 15% de sus portafolios en Notas de Capital Protegido ligadas a índices accionarios y hasta 20% en valores internacionales." En: "Al mercado bursátil, fondos para el retiro". El Financiero. México. 10 de enero de 2005. p. 1.

4.4.- *Perspectivas del mercado de capitales.*

Lo mostrado hasta aquí, permite reflexionar sobre las vías que ha tomado el mercado de capitales en México. Es decir, la actividad bursátil ha permitido que las principales empresas en el país participen activamente en su operación, pero principalmente en el mercado secundario.

A quien beneficia, como se planteó más arriba, el hecho de que la operación del mercado sea robusta (superando los 20 mil millones de dólares anuales, pero como también quedo constatado, un nivel que está a la mitad de lo experimentado en 1996) cuando es en un segmento del mercado en donde sólo vale la reventa de los títulos? Pues es ocioso decir que a los inversionistas, y por consecuencia, esos recursos no están llegando efectivamente a los estratos empresariales necesariamente en montos suficientes para reactivar los sectores diversos de la economía. Y bueno, algo palpable que se registró, fue lo concerniente a los recursos que se obtienen directamente del mercado de capitales, los cuáles son limitados para destinarlos a la economía real. En suma, los ahorros destinados a este mercado, no llegan eficientemente a las empresas que participan en él y mucho menos a las que no están inscritas en el mercado bursátil, como las llamadas Pymes (pequeñas y medianas empresas).

Ahora la tendencia de los mercados, no es la emisión primaria de los títulos, sino su revolvencia de los existentes en el mercado secundario, y si esto es una práctica común en México, se debe fundamentalmente a que las grandes empresas que cotizan en la BMV, no permiten la socialización de la propiedad de las acciones por el público inversionista en general, sino que se encuentran 'atrincheradas', es decir, los empresarios concentran el poder de sus compañías, ya que a diferencia de Estados Unidos, en donde alrededor del 90% de la propiedad de las grandes empresas está diseminada entre inversionistas institucionales (sociedades de inversión y fondos institucionales), en México dicha proporción llega al 39%, significando que la mayoría está en

manos de los dueños fundadores y sus familias respectivas. Esta situación, según un estudio⁷⁰, conlleva a ciertos fenómenos:

- desventaja para las empresas del país, dado el control accionario, no aprovechan al máximo los recursos, impidiéndoles crecer aceleradamente.
- temor de algunos inversionistas de que su capital sea manejado según los intereses de los socios mayoritarios, y que no sea transparente.

De este modo, la concentración enunciada responde a: una cultura empresarial tradicional; bajo nivel de ahorro interno (y por ende, menor inversión en bolsa); como ya se ha dejado de manifiesto, pequeño tamaño del mercado; y un retraso en la aplicación de mejores prácticas de gobierno corporativo.

En cambio, en Estados Unidos ha prevalecido lo siguiente: pulverización de la tenencia accionaria; cultura empresarial que responde al proceso de alto crecimiento de las empresas; y un amplio tamaño del mercado (las emisoras listadas ascendieron a 5,600 en las bolsas de Nueva York y el Nasdaq en 2003).

Por tanto, en México es casi inexistente el 'apetito' por el capital disponible en el mercado bursátil, lo que incide en forma importante para que sea poco el número de empresas listadas en el mercado, limitando así el fortalecimiento del mercado en su conjunto⁷¹.

Abundando más sobre la subutilización de los recursos del mercado de capitales, se tiene que al no arribar éstos a los proyectos empresariales de expansión, por ejemplo, significa que en los tiempos actuales los capitales se encuentran en los diversos estratos de los mercados financieros, debido a que la tasa generalizada de interés es elevada, respondiendo esta situación, precisamente a las políticas monetarias que prevalecen incluso a nivel internacional, es decir, la denominada medida restrictiva del dinero para

⁷⁰ Un estudio del Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo de México, revela que los empresarios mexicanos presentan un alto nivel de concentración del poder de sus empresas, como ningún país miembro de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). Sección "Negocios" p. 12 de "Reforma", 23-Ago-04.

⁷¹ Declaraciones vertidas por Pedro Zorrilla, Director Adjunto de la BMV. Sección "Negocios" (p. 20) de "Reforma", 21 de junio de 2004.

controlar la inflación se cumple parcialmente, ya que, por un lado, sí se han logrado contener los incrementos de precios (aún con presiones), pero, por otra parte, no se ha logrado reducir los niveles del dinero en circulación, puesto que en términos reales se observan incrementos permanentes; así, se tiene que entre 1997 y 2003, la base monetaria se incrementó en casi el 10%. Y como se vio a nivel internacional en el capítulo II, los capitales se han visto incrementados en forma desbordada.

Lo que está sucediendo, es que una parte significativa de esa base, se orienta al sector financiero, trasladándose de mercado en mercado (divisas, préstamos, acciones, obligaciones, créditos, productos derivados), no "derramándose" en la economía real de forma inmediata. Es decir, estos mercados "aislan" la liquidez que podría dirigirse a la demanda de bienes y servicios.⁷² Por tanto, se insiste, los más beneficiados son los agentes que están colocando los recursos excedentes, llámense inversionistas institucionales o individuales. En tanto, las empresas emisoras en México, se están retirando (deslistando) del mercado, lo que, como se comprobó en el análisis precedente, la tendencia del valor del mercado secundario muestra un descenso significativo en los últimos años.

⁷² PALAZUELOS, Enrique. Op. Cit. pp. 50-52.

CONCLUSIONES

En este estudio que se presenta, se trató de hacer un recuento de los argumentos fundamentales del mercado de capitales, desde sus aspectos teóricos más relevantes, hasta los acontecimientos que se han suscitado a nivel mundial en cuanto a su funcionamiento y los aspectos clave de comportamiento en México, destacando para ello, lo referente a sus planteamientos teórico y real.

Interesó en primer término, poner de manifiesto los parámetros más importantes que se consideraron sobre el entendimiento conceptual, sin un afán de teorizar a profundidad sobre el mercado de capitales, sino con la intención de comprender de una forma más dinámica, quizá, los rudimentos imprescindibles del entendimiento.

Así, se partió de una visión genérica del sector externo de una economía, el cual muestra siempre la necesidad de capitales pagaderos a corto y largo plazo, que están siendo requeridos por los principales sectores económicos, y que están supliendo los ahorros internos necesarios para la inversión inmediata, precisamente para contribuir al crecimiento de la economía en su conjunto. Por tanto, hay la necesidad de importar capitales en la medida requerida que indique el déficit de la balanza en cuenta corriente.

Obviamente, las acciones específicas que habrán de tomarse en ese sentido, estarán marcadas por la postura única de la política económica. Es decir, la política fiscal de un gobierno, imprimirá las necesidades de mayor inversión pública en ciertos sectores, y por ende, orientará los límites de endeudamiento a nivel interno y externo. Por su parte, la política monetaria, en una de sus directrices externas, se enfocará a cuidar la sana entrada de divisas y evitar con ello distorsiones en la inflación, derivado de un acrecentado nivel de importaciones de capital, en su caso.

Por tanto, habrá de ser cautelosos en los niveles de inversión extranjera que ingresen a un país, tanto directa, como de cartera; así como de los montos de endeudamiento externo, derivado de créditos bancarios y colocación de obligaciones en los mercados internacionales, y saber en qué medida impactan

al mercado de capitales interno, y algo más interesante sería conocer, en qué medida y qué sectores se están beneficiando de la inyección de dichos recursos, o si sólo están sirviendo para pagar viejas deudas o alimentar las inversiones de corto plazo, que como se ha comprobado, fue una práctica común a mediados de los años noventa en los países en desarrollo.

Precisamente es que en el entendimiento del mercado de capitales, el largo plazo es la piedra angular donde descansa su principal fundamento. Esto es, conviene más para los países asistir a este tipo de ahorros, de larga duración. Y en contraparte, los inversionistas, que son quienes disponen de estos recursos, optan por esta opción que les permite diversificar los riesgos implícitos por la inversión.

Es en ese sentido que la concepción que respalda más esa intención de protegerse, es la denominada Teoría del Mercado de Capitales (TMC), que justamente relaciona dos variables fundamentales: el rendimiento de la inversión y el riesgo que ésta supone. En donde se buscará de forma obligada, un rendimiento sobre cualquier tipo de instrumento (bonos, acciones, oro) lo más libre de riesgo que sea posible, y si es a más largo plazo mucho mejor, pero partiendo del argumento que muestre que el riesgo por sí mismo, puede ser sistemático (el cual no se reduce con una diversificación), o no sistemático (es decir, que sí puede ser reducido con una acción de diversificación de carteras).

En condiciones de la integración mundial de los capitales, los llamados inversionistas institucionales, disponen de grandes sumas de capitales a corto y largo plazo, lo cual influye de forma importante en los precios de los activos, de las inversiones corporativas y de las decisiones financieras en general que se suceden. Por consecuencia, se hace necesaria la diversificación de las carteras de inversión, para con ello reducir los riesgos. Y ello significa que, derivado de los apuntes de la TMC, entre menos correlacionados se encuentren los mercados de valores a nivel mundial, menores riesgos enfrentará una cartera diversificada; lo contrario, sería que a mayor correlación, se tendría más tendencia a riesgos en las carteras.

Sin embargo, dicha teoría, también refiere que cuando un inversionista ha logrado eludir los riesgos en su cartera, en un determinado plazo volverá a experimentar de nueva cuenta los riesgos "sistemáticos", ya que los mercados accionarios, principalmente, experimentarán de nueva cuenta una estrecha correlación, causado por la mayor relación comercial y el auge de sectores que se encontraban en un atraso evidente. Pero finalmente, la teoría apunta a que una cartera así diversificada internacionalmente, es mejor que una diversificada a nivel local. Por consecuencia, el riesgo sistemático (que es entendido como el factor 'beta') es más diversificable en una cartera internacional y es mejor evaluada en los mercados accionarios, a través de los niveles de valor de capitalización, que integra todas las carteras, en donde se tendrá que estar midiendo lo relacionado con los rendimientos promedio del mercado, la evolución de los riesgos por las variaciones de las desviaciones estándar y los niveles 'beta' de los títulos, así como de los rendimientos adicionales que se esperan por la diversificación.

Así, los inversionistas tendrán que emprender los análisis que les permitan maximizar sus utilidades, por medio de la combinación más adecuada entre niveles de riesgo y rendimiento, para de este modo optar por la cartera óptima que integren a los activos libres de riesgo. Dichos activos están personificados principalmente en los fondos de inversión internacionales, los cuáles son el indicador más confiable de la diversificación.

La referida TMC, según se argumenta, está planteada para mercados de capitales de países desarrollados, ya que estos mercados en los países en desarrollo (o subdesarrollados), denotan pequeñez en su competencia y por consecuencia no presentan promotores de mercado, es decir, intermediarios activos que hagan las veces de corredores. El elemento que viene a suplirlo, es el banco de desarrollo, que aunque con problemas de regulación, representaron una valiosa fuente de capitales para empresas en crecimiento y expansión. Ante este panorama, dicha TMC no tiene un funcionamiento efectivo en estos mercados, ya que no funciona de forma independiente el análisis de la determinación de las carteras óptimas por parte de los inversionistas, los cuáles son suplidos por los gobiernos, que son quienes regulan el mercado de

capitales; y por su parte, las empresas no están emitiendo de forma efectiva los títulos o acciones para hacerse de recursos a largo plazo.

Pero como se ha visto en este trabajo, la evidencia histórica refiere un avance en este sentido, en donde se ha dado una especie de semiliberalización de los mercados financieros, conduciendo, en este caso, a mercados de capitales un poco más robustos, con mayores niveles de inversión, en donde ahora los inversionistas escogen sus carteras, en donde se determinan altos niveles de movilidad de fondos, determinando con ello mercados secundarios vigorosos y más eficaces y a su vez con altas tasas de rendimiento. Aunque también como en los mercados desarrollados, generando una desigual distribución de la riqueza de los países y la aparición del fenómeno de la especulación negativa, acompañada de actividades deshonestas, que ha llevado a la ruina de algunas economías.

Pero porqué se dan estas situaciones, es decir, porqué fallan los mercados, en especial el de capitales a nivel mundial. Se comprueba que el ingreso masivo de recursos a las economías, sobre todo en vías de desarrollo, una vez que los inversionistas (institucionales incluidos) suponen que han liberalizado sus mercados financieros y que se han implementado reformas a las políticas fiscales y monetarias, depositan sus capitales haciendo caso a sus analistas que ya efectuaron los estudios para establecer las carteras óptimas. Pero en poco tiempo, observan que viene la crisis, como consecuencia de una perspectiva de corto plazo sobre los rendimientos y la casi obligada sobrevaluación o apreciación de los tipos de cambio y por consecuencia, problemas en las formas de financiamiento, el cuál se ofrecía a largo plazo, pero en la práctica se convierte a corto plazo. Ello conducirá a problemas en el sistema bancario, que no estaba preparado con un nivel de reservas adecuado, con una política de eliminación de garantías y sin límites en préstamos a largo plazo, el cuál presenta a su vez, aumentos considerables en los márgenes financieros, lo que es intolerable para los distintos sectores económicos.

Esta crisis sistémica que se identifica en el capitalismo del nuevo tipo, es decir, del capitalismo financiero, y más concretamente, sobre la movilidad de los capitales a largo plazo, que supone su circulación permanente, entra en crisis

debido a que la parte del capital que está fijo o permanente, provoca deficiencias en el sistema bancario, como consecuencia de la aparición de la necesidad de protegerse de los riesgos financieros a través de los relativamente nuevos derivados financieros, que suponen una repetición de intermediarios con un mismo subyacente, es decir, el valor de un activo se puede, por así decirlo, transfigurar en varios submercados.

Con una apertura en los mercados de capitales, se genera una mejor absorción de recursos por parte de los principales actores económicos, aunque con una crisis disminuye su actividad. La creencia, es que los mercados vuelven por sí mismos al equilibrio, pero las evidencias apuntan más bien, a que tienden a los excesos de nueva cuenta, esto es, a la recurrencia de inundar los mercados con recursos dinerarios. Por tal motivo, se hace imprescindible el mantenimiento de la estabilidad de los mercados, vía recursos que se plantean como novedosos, como es el caso de la necesidad del seguro del crédito, que a la vista es algo obvio en el presente, pero que sin embargo, no en todos los mercados está presente.

De este modo, al ser el capitalismo un sistema global, donde funcionan libremente la circulación de mercancías y el capital, en donde sus tres factores determinantes, como son el tipo de cambio, las tasas de interés y los precios en general, y que de una forma interrelacionada influyen directamente en el capitalismo global, aunque con el mayor privilegio del capital financiero que es quien mayores ganancias genera. Pero que, sin embargo, ha coincidido poco con su contraparte: la sociedad global, o sea, el Estado-nación, ya que la propiedad 'inestable' de los mercados financieros, los lleva a anteponer los fundamentos del mercado, antes de las necesidades políticas y sociales de las sociedades modernas. Este denominado 'fundamentalismo de mercado' (neoliberalismo), está llamando a la destrucción de las decisiones colectivas, razón por demás importante para optar por un equilibrio entre la política y la orientación a ultranza de los mercados.

En este contexto, es que se inscribe la práctica de los mercados financieros. Es decir, ese ser 'inestables' de estos mercados, lleva a una propiedad colateral, sin la cual no pueden ser comprendidos, identificada como el "sesgo", que es

una medida que se encuentra entre la realidad de los acontecimientos y las expectativas generadas por cualquier modelo. De aquí se reflejan los diferentes precios de los mercados financieros y más claramente, en el mercado bursátil, donde concurren diferentes actores y fundamentos del mercado, los cuáles inciden sobre los dividendos y rendimientos futuros de las acciones, es decir, realizan 'conjeturas' sobre el futuro del precio de las acciones, pero sin reparar que lo fundamental está en el hecho de conjeturar sobre los precios en general y luego ir a los precios concretos de los diversos títulos. Lo enunciado, tiene una significación importante, ya que actualmente los mercados bursátiles en el mundo apuestan más por definir de qué forma se mantendrán las finanzas de las empresas participantes, es decir, por el precio de sus acciones, en lugar de percibir las condiciones estructurales (sistémicas) de las economías en donde están funcionando, o sea, la observación del sistema de precios en su conjunto. Pero también, debe reconocerse que precisamente en ese marco de referencia, se encierra la base del entendimiento de la TMC, a saber: los factores que se atribuyen para determinar la inversión, la emisión de títulos y la circulación de capitales, en un sector específico o en una empresa particular, lo que puede propiciar el control o la erradicación de ciertos 'sesgos' en el mercado; y por otro lado, los fundamentos del mercado en general que influyen en una o varias economías y que por lo mismo, pueden provocar la no corrección adecuada de los sesgos entre las expectativas generadas y los resultados realmente obtenidos.

La transfiguración de los elementos conceptuales expuestos más arriba, sobre los hechos históricos más recientes a nivel internacional, obligaron a ubicar en qué medida y hasta donde se manifiesta la movilidad de los mercados de capitales, pasando por las experiencias principales en los países tipo del desarrollo capitalista, hasta algunos de los pormenores de lo acontecido a nivel genérico en los países en desarrollo, y más específicamente, sobre lo ocurrido en México y su relación con la apertura de los capitales, los principales procesos por los que transitó para acceder a los recursos, como deudor principal y posteriormente como participante del mercado (deudor-prestatario).

De este modo, lo que se mostró en general, fueron los antecedentes históricos más representativos. Ubicándose tres bloques históricos que pueden resumirse de la siguiente manera: el primero, que partió del siglo XVI, con los inicios de lo que fue considerándose como una forma de intercambiar las mercancías de una forma diferente al común denominador, es decir, de una forma financiera rudimentaria, pero que ya permitía diferenciar la operación 'semibursátil', fincada en un intercambio de acciones de empresas definidas y dando lugar, al surgimiento de un mayor número de nuevas empresas en diversos sectores en expansión. Originándose al mismo tiempo, altibajos en los precios de las diferentes acciones. Entre los siglos XVII y XVIII, se experimentan los primeros auges de los mercados bursátiles, debido a la aparición y desarrollo de inventos que depararon en industrias dinámicas, como fue el caso de la máquina de vapor y la aparición de los ferrocarriles; así como la construcción de novedosas infraestructuras (puentes, canales), dando paso a nuevas empresas y la creación y emisión de acciones. Existía generación y organización de las bolsas en diversos países, pero se carecía de formalidad, la cual se fue presentando hasta mediados del siglo XIX, particularmente en Londres.

El segundo período, se puede enmarcar en el punto máximo que lograron los mercados financieros y bursátiles a nivel mundial (desarrollados), es decir, el auge hasta 1920, en donde un mundo económico influenciado por los avances tecnológicos de la época, después de la Primera Guerra Mundial, hicieron nacer y crecer a grandes empresas, dentro de los ramos automotriz y electrónico. Posteriormente, vendría la crisis de 1929, de la que los mercados sólo pudieron sobreponerse hasta a mediados de los cincuenta.

El tercer bloque histórico que se puede ubicar, deviene precisamente de los descalabros acontecidos en el 29, es decir, lo que forzó a establecer nuevas y mejores reglas del juego financiero, con leyes estrictas y organismos que arbitraran todo lo relacionado con esta nueva 'industria' (Comisión de Valores y Bolsas (SEC), en Estados Unidos). A partir de aquí, se pudo constatar la aparición de nuevos auges del mercado bursátil, aunque, claro, con algunos desajuste lógicos en los demás mercados. El primer caso fue en los años sesenta, con nuevos avances en tecnología, destacando la computación, aunque

se vieron frenados por la crisis petrolera de principios de los setenta que impactaron en altas tasas de inflación.

Posteriormente, de 1982 a 1987 se experimentó un nuevo máximo en los mercados accionarios, que sólo se vio parado con la invasión de Irak sobre Kuwait, en 1990. Por último, de 1994 a 1997 se sucede un nuevo remate a la carrera accionaria en Estados Unidos y en el mundo desarrollado, soportado sobre la base de un nuevo avance tecnológico: el Internet y toda la industria que esto implicó. Con ello, y obviamente otros factores, se dice que el mundo se 'globalizó'.

Este signo global del mundo contemporáneo, se puede decir que ya se había manejado por varios teóricos, incluso los clásicos marxistas ya habían tratado la mundialización como una nueva fase del desarrollo del sistema capitalista, mostrando que era el capital financiero la plataforma de su nueva expansión en el siglo XX.

Y en efecto, la expansión de los capitales marcaba un nuevo camino a partir de fines de los años ochenta, luego de una crisis de realización, por la dificultad de los años setenta con elevados precios del petróleo y luego, la crisis de la deuda externa de los países en desarrollo, principalmente los latinoamericanos. Lo que prevalecía, era una presión de los bancos comerciales internacionales, por medio del Fondo Monetario Internacional, para pagar todos los recursos y sus respectivos intereses que previamente se habían concedido. Sin embargo, no existían condiciones para poder saldar los adeudos, ya que se atravesaba por situaciones de depresión económica generalizada.

Más bien, se requerían nuevos capitales que refrescaran la larga sequía que estaban experimentando la mayoría de los países en desarrollo, y ante una banca comercial, primero, intransigente al no aceptar nuevos refinanciamientos de las deudas, posteriormente con las alternativas que se fueron sucediendo para hacerse de recursos y en el trayecto ir pagando, se fueron introduciendo fórmulas novedosas que permitieron acceder de nuevo a los mercados de capital, ya para fines de los ochenta, robusto y boyante.

Así es, se tuvieron diversas fórmulas de refinanciamientos: intercambios de deuda por nuevos préstamos de capital, pero lo principal, se sintetizó en el Plan

Brady, cuyos fundamentos fueron, particularmente para el caso de México, los siguientes: pasar a tasas fijas el pago de los intereses; aumentar los períodos de pago de las amortizaciones; y poder acceder a préstamos hasta el equivalente del 25% de la deuda pública externa. Esta alternativa, propició resultados positivos en los ámbitos financieros, ya que tanto el sector público, como el sector privado, pudieron tener de nueva cuenta la puerta abierta para poder emitir deuda nueva. Ello significó que se pudo contar con recursos frescos por alrededor de 10 mil millones de dólares en un lapso de tres años (1990-1992).

Como es sabido, lo que aconteció en México y en otros países denominados emergentes, al no contar con medidas prudenciales ante la avalancha de capitales, ya que no se cuidó que el ingreso de recursos que se pretendía de largo plazo, pronto se transformó de corto plazo, lo que ocasionó un espejismo en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, al observarse elevada y suponer que financiaba holgadamente el déficit en cuenta corriente, el cuál ya se alzaba en los 30 mil millones de dólares. Fundamentalmente este hecho y los problemas internos con un nivel crediticio bancario abultado e impagable, llevaron a la crisis financiera más severa que haya experimentado el país.

Ciertamente, la circulación activa de los capitales a nivel mundial avanzó a pasos agigantados, con reformas financieras que en el papel preveían mercados de valores mejor constituidos y con mejor funcionamiento y acercamiento a la economía real. Es decir, en este caso, mercados de capitales más robustos y con una clara vinculación con las empresas, para que éstas tuvieran nuevos y mayores niveles de financiamiento pagaderos en el largo plazo. Se elimina así la llamada 'represión financiera'.

El nuevo ciclo del capital financiero, toma nuevo cauce y se comienza a generalizar con mayor certeza en lo que se refiere a su accesibilidad y mejores plazos de pago, como se ha referido; pero con una variante importante anexa: el cambio de prestamistas, de mercados bursátiles (accionarios), en lugar de los bancos comerciales tradicionales, o sea, se van modificando los intermediarios bancarios, y además, fondeados por inversionistas institucionales y renovados fondos de inversión (soportados a su vez principalmente por los recursos para el

retiro de los trabajadores en activo). Por tanto, la banca comercial fue tomando un papel menos relevante, con relación a los mercados accionarios. (p. 48)

Se diferenciaron dos períodos sobre estos hechos: de 1982 a 1987, en donde se muestra ya la tendencia decreciente de la actividad bancaria en los préstamos, contra un mercado pujante de bonos, el cual ya para mediados de los años noventa se acercaba a los 70 mil millones de dólares. Sin embargo, a principios de la presente década, la presencia bancaria a nivel mundial, vuelve a retomar un nuevo reposicionamiento, ya que se muestra un repunte en los niveles otorgados, con montos que fluctúan en los 110 mil millones de dólares.

Por su parte, el mercado accionario mundial también inicia una carrera ascendente, que sólo se ve frenada por la desaceleración de Estados Unidos a fines del año de 2000, pero con el nuevo cambio tecnológica que implicó la industria del Internet, las bolsas del mundo desarrollado estuvieron, por así decirlo, asediadas por las nuevas empresas y las que se consolidaban, para listarse en sus índices y así colocar acciones que hicieron sobredimensionar los mercados. Se muestra que este punto climático se ubicó en cerca de los 35 billones de dólares, como valor de mercado global hasta 1999, para de ahí, mostrar una caída acumulativa hasta el 2002 y ubicarse en un nivel de casi 23 billones. Es obvio decir que quien llevó la batuta en este proceso, fueron los países desarrollados (los consabidos siete), representando del total el 80%. En cambio, los países emergentes sólo participaron en el 6%, aunque con evidentes muestras de secundar en las expansiones y en las caídas a los destacados. Y en donde a todas luces son mercados pequeños aún, pero sobredimensionados.

Lo mismo aconteció con la emisión de bonos; por un lado, los países desarrollados participaron con cerca del 70% del total, es decir, 9.3 billones de dólares; y los países en desarrollo, sólo tuvieron parte en cerca del 4% del total del valor de mercado de los bonos globales.

Qué decir de la asimetría experimentada en los demás mercados relevantes de deuda, en donde intervienen los mercados de capitales, como es la inversión extranjera y el mercado de derivados, como un nicho novedoso, pero que como se indicó más arriba, criticado por el manejo de los subyacentes por varios intermediarios, haciéndolo crecer desorbitadamente.

Sobre el caso de la inversión externa, ésta se ha incrementado también de forma significativa, ya que de inicios de los noventa, con montos por poco más de 200 mil millones de dólares a nivel mundial, se pasó a cifras que superaron el billón de dólares en el 2000. No obstante, con la desaceleración generalizada dicho rubro tendió a disminuir en los últimos años, pero manteniéndose aún en niveles altos. De igual forma, aunque los países en desarrollo accedieron con mayor dedicación en este mercado, como ya se apuntó, su participación, de nuevo, se presentó marginal a comparación de los países desarrollados que se llevaron prácticamente la mayoría de estos recursos.

En lo referente a los llamados productos derivados, instrumentos creados para protegerse contra los riesgos financieros, como es sabido, han presentado un desarrollo vertiginoso. Se pueden distinguir dos tipos de mercado: el organizado en bolsas y el denominado de mostrador o de común acuerdo (OTC), extrabursátil. En el primero, aunque la dinámica es ciertamente creciente, el cual supera los 56 billones de dólares; en el segundo, las proporciones de capital contabilizado rebasan los 140 billones en promedio durante los últimos cinco años (1999-2003), esto representa una "burbuja" enorme que para algunos teóricos, puede estallar en el momento que acontezca una crisis financiera mundial, por lo abultado de dichos recursos, los cuáles en términos reales rondan los 4.4 billones de dólares, es decir, están multiplicados en casi treinta veces. Ciertamente, el mundo financiero actual requiere de protección contra la volatilidad de los mercados, y como se ve, se ha logrado rebasar cualquier expectativa, aunque sea en mercados no organizados.

Finalmente, dentro de los ámbitos de los flujos de los capitales totales, se puede señalar a los fondos de inversión, como el elemento que ha venido a revolucionar las nuevas modalidades de ahorro e inversión en el mundo desarrollado y que también ha contagiado a los países emergentes más destacados. Para éstos, los recursos más perceptibles se encuentran en los fondos para el retiro de los trabajadores, los que, como en el caso de Estados Unidos, se ha pretendido introducirlos en las inversiones de largo plazo, es decir en la adquisición de acciones y la base de nuevas emisiones de obligaciones.

Lo que se ha explicado en lo que va de este resumen, son las manifestaciones más importantes del mercado de capitales, el cual opera a través de su instrumento principal, a saber: el mercado bursátil, quien funciona con reglas precisas, sobre la base de leyes reflejo de los estándares mundiales en boga, y con las particularidades, como es el caso de México, que atiende en su peculiar estilo el ahorro e inversión presentes desde hace más de un siglo. Pero en donde particularmente, como refiere Timoty Heyman, siempre se relaciona bolsa y acciones, aunque sin hacer referencia a los bonos.

En este ámbito de operación técnico-formal, se trata lo relacionado con el mercado, que implica entender el intercambio de títulos:

- Renta variable: representado por las acciones.
- Renta fija: basado en las obligaciones (bonos)

Ambas modalidades de largo plazo, pueden operarse en los segmentos de los mercados primario y secundario, emitiéndose los papeles en el primero, y revendiéndose en el segundo. Por tanto, se diferencian los aspectos básicos de la funcionalidad bursátil: la emisión, la operación y la liquidación.

Con la crisis de 1995, se proyectan en México prácticamente todos los aspectos negativos que se acumularon en una reforma económica y en una liberalización del sistema financiero, iniciadas en 1989. Es decir, los logros en dichos ámbitos, si bien es cierto, sobresalieron en un momento de auge fugaz, pero en una debacle, lo más evidente fueron los desaciertos; y esos, constituyeron los puntos clave de la crisis, traducidos en una economía con falta de crecimiento; con escasez de ahorro externo, y un claro desajuste financiero; al contar la banca con una cartera crediticia demasiado grande, pero en total morosidad, lo que llevó a una sacrificada situación de salvamento, que luego se tradujo en el Fobaproa; y un mercado de capitales, que primero evidenció un crecimiento dinámico en la emisión de títulos y luego en solidificar un mercado secundario, pero que se centró en él, olvidando su objetivo primario de mantenerse como una fuente primaria para el financiamiento de largo plazo de las empresas y los sectores económicos.

Los pormenores de la crisis se manifestaron en el sector externo, el cual mostró la tan llevada cifra de los 30 mil millones de dólares de déficit en cuenta

corriente, haciéndose necesario, por tanto, enfrentar un endeudamiento externo tácito, y una deuda interna igualmente explosiva (el descalabro bancario referido) que llevó al país a un claro desahorro a todas luces negativo para todos los actores económicos.

Dentro de este panorama, entre 1995-1996, como se vio, se instrumentaron algunas acciones que dieron resultados, en el mediano plazo, más o menos alentadores, lo que fue perfilando la economía hacia una relativa estabilidad, pero con evidentes problemas de disposición de recursos, tanto internos, como externos. La afluencia de capitales del exterior, se había contraído, y en adelante, ya nunca se volvieron a repetir los montos observados a principios de los años noventa.

Concretamente, el mercado de capitales agotó sus recursos para la economía real (p. 119); y se convirtió en un escaparate sólo para los inversionistas en el mercado secundario. Pero cómo se dio esta situación?

- El valor de capitalización del mercado bursátil en México, de representar cerca del 50% del PIB total en 1993, para el 2003 no llegó al 20%. (p. 121)
- Dentro de ese valor global, se comprueba un axioma recurrente en los espacios teórico-técnicos manejados actualmente: la tendencia a la "terciarización" del mercado bursátil, ya que el sector tecnológico, fundamentalmente, acompañado del especializado en transporte; así como el comercio, están tomando un papel importante en el escena actual, con poco más de la mitad del total. (p. 123)
- La operación en los mercados de renta variable y renta fija, observó descensos significativos en los últimos años. En el primer caso (principalmente acciones), los montos llegaron a 30,600 millones de dólares en 2003, en tanto que en 1994, se operó una cifra sin precedente por más de 89,000 millones de dólares. Caso similar fue el que experimentó el mercado de bonos, pero más dramático, ya que de operarse un total por 17,500 millones de dólares en 1993, para 2003, sólo se negoció una cifra por 902 millones, lo que evidenció una total desatención en este segmento. Todo esto, habla

de que por consecuencia los niveles de financiamiento general por estas vías, se han reducido a niveles preocupantes. (pp. 124-129)

- Una de las alternativas en el mercado de capitales fueron las sociedades de inversión, las cuáles, como se vio, se presentan como nuevas opciones para reposicionar el ahorro interno del país y convertirse luego en una fuente fresca de financiamientos de largo plazo para los principales sectores económicos. En efecto, su crecimiento es dinámico y se maneja una cifra récord por 33,000 millones dólares para 2003. No obstante, lo que se negocia actualmente en el mercado de renta variable, se puede decir que ha sido inestable y que aún no muestra una participación activa en este segmento. Obviamente se espera que, junto con las sociedades de inversión de fondos para el retiro, puedan constituirse como una fuente importante para reactivar la operación en todo el mercado de capitales. (p. 127)
- Si bien se está afirmando que el valor de capitalización del mercado, está soportado en el sector servicios (tecnología de información y medios de comunicación), también se puede ver que sólo unas cuantas empresas (20 emisoras) son las que representan una buena proporción de esta variable, es decir, unos 80,000 millones de dólares, es decir, casi dos terceras partes del total, entre 1999-2003. (p. 131)
- Destaca el hecho de que Telmex redujo su participación en el valor de capitalización total, del 20% en 1999, al la mitad (10%) en 2003. como consecuencia de dos emisoras que impactaron fuertemente en el mercado en el 2003: Wal-Mart y América Móvil (ambas con cerca del 10%). (p. 133)
- Por el lado de los montos operados por todas las emisoras en el mercado bursátil, se pudo constatar un menor dinamismo, que supone una reducción del 50%, puesto que en 1997 la cifra llegó a poco más de 52,000 millones de dólares, y en 2003, lo operado fue de sólo 23,600 millones. (p. 136)

- El volumen negociado de acciones, en promedio anual (1998-2003), representó el 10% del total de las acciones en circulación, es decir, unos 23,400 millones de acciones; siendo ocho emisoras quienes dominan el 50% de la operación: Telmex, Bancomer, América Móvil, Banamex, TV Azteca, Wal-Mart, Cemex y Televisa. (p. 138)
- Uno de los principales motivos que se identifican como los causantes de la baja operación de títulos en el mercado de capitales, es la desincorporación ('desliste') de emisoras de la BMV, puesto que de 1994 a 2003, por esta razón en valor de mercado representó alrededor de 19,000 millones de dólares. Esto implicó que 61 emisoras se retiraron del mercado bursátil por diversos motivos, aunque predominó la fusión o adquisición por parte de empresas trasnacionales (el caso más representativo fue Banamex adquirido por Citygroup) (pp. 141-143)
- El caso opuesto fueron las nuevas inscripciones de emisoras en el mercado, con un monto equivalente al valor de mercado por 3,800 millones de dólares, nivel que a simple vista no compensó la pérdida por lo implicado en la cancelación. Aquí destacó que durante el período de 1994 a 1997, se listaron en el mercado bursátil 43 nuevas emisoras; y de 1998 a 2004, tan sólo pidieron su ingreso al mercado, 7 empresas. (p. 145-146)
- Por tanto, la tendencia del mercado de capitales en México, como un reflejo mundial que se está suscitando en los últimos años, no es la emisión de títulos, sino la reventa de los ya existentes; pero, como se ha visto, de una parte pequeña de ellos, en donde sólo se busca por los inversionistas aquellos papales que tengan una base de soporte financiero por parte de las emisoras más sólidas, a su vez, dichos inversionistas alternativamente están buscando títulos en un mercado global, que se les está presentando como lo más novedoso, pero que, se puede afirmar, estará beneficiando más a las empresas extranjeras. (pp. 147-148)

- Finalmente, se debe destacar que este fenómeno en México no es nuevo, sólo ha cambiado de fisonomía. Se pueden destacar dos aspectos clave sobre ello:
 - Las empresas al encontrarse tradicionalmente 'atrincheradas' (significando que la propiedad no se socializa, como uno de los principios básicos del mercado de capitales, para transferir los riesgos inherentes a las diferentes actividades empresariales y financieras actuales), poco se preocupan actualmente por la emisión de títulos, debido a que les genera pánico el saber que su empresa pueda estar dividida entre varios socios; interesándoles, más bien, apostar por la compra-venta de papeles en el mercado secundario, pero más bien con el propósito de lograr beneficios particulares.
 - Y por otro lado, precisamente la mayoría de los recursos que se encuentran en la revolvencia del mercado secundario, que como se observó, ha tendido incluso a la baja, están, por así decirlo, 'encapsulados' en dicho segmento y no se ocupan en la inversión productiva, hacia sectores que están sedientos de recursos, sino que se enfocan a lograr altos rendimientos en la esencia del capital financiero.

**ANEXO
ESTADÍSTICO
A**

CUADRO 1A
EVOLUCION DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL POR SECTORES DE MERCADO
(Miles de millones de dólares)

Año	Bonos	Obligaciones	Accionario*	Créditos sindicados	Otros	Total
1982	5	76	0	98	---	179
1983	10	77	0	67	---	154
1984	29	112	0	62	---	203
1985	66	169	3	62	---	300
1986	101	228	12	63	---	404
1987	102	181	18	92	---	393
1988	93	227	8	126	---	454
1989	82	256	8	121	169	636
1990	236	230	7	422	359	1.254
1991	312	309	23	403	314	1.361
1992	352	334	24	433	616	1.759
1993	499	481	41	548	1.105	2.674
1994	457	429	45	812	1.311	3.053
1995	496	467	41	1.154	1.288	3.447
1996	713	551	58	1.325	1.539	4.186
1997	757	1.357	30	1.601	301	4.046
1998	912	381	16	1.336	1.619	4.264
1999	1.379	248	35	1.507	3.632	6.801
2000	1.469	1.224	48	1.910	3.624	8.276
2001	1.716	891	37	1.574	3.223	7.440
2002	1.500	786	44	1.554	1.118	5.002
2003	1.912	514	49	1.489	802	4.766

Fuentes: Capital Data y Staff de cálculos del FMI. Bank International Settlement (BIS)

CUADRO 2A
ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL
(%)

Año	Bonos	Obligaciones	Accionario	Préstamos	IED	Total
1982	2.9%	42.2%	0.0%	54.9%	---	100.0%
1983	6.2%	50.1%	0.0%	43.7%	---	100.0%
1984	14.2%	55.0%	0.1%	30.6%	---	100.0%
1985	22.1%	56.4%	0.9%	20.6%	---	100.0%
1986	25.0%	56.5%	2.9%	15.7%	---	100.0%
1987	26.0%	46.0%	4.6%	23.3%	---	100.0%
1988	20.6%	50.1%	1.7%	27.7%	---	100.0%
1989	12.8%	40.2%	1.3%	19.0%	26.6%	100.0%
1990	9.2%	29.0%	0.9%	15.7%	45.2%	100.0%
1991	10.3%	36.3%	2.8%	13.6%	36.9%	100.0%
1992	11.0%	27.2%	1.9%	9.6%	50.3%	100.0%
1993	8.3%	25.1%	2.1%	6.8%	57.7%	100.0%
1994	11.3%	18.8%	2.0%	10.4%	57.5%	100.0%
1995	15.8%	18.2%	1.6%	14.4%	50.1%	100.0%
1996	16.8%	18.6%	2.0%	10.5%	52.1%	100.0%
1997	16.8%	40.9%	0.9%	32.3%	9.1%	100.0%
1998	16.3%	9.3%	0.4%	34.7%	39.4%	100.0%
1999	21.6%	4.8%	0.7%	2.0%	70.9%	100.0%
2000	18.1%	20.2%	0.8%	1.1%	59.8%	100.0%
2001	23.1%	14.4%	0.6%	9.9%	52.1%	100.0%
2002	29.2%	22.7%	1.3%	14.5%	32.3%	100.0%
2003	51.6%	19.0%	1.8%	9.6%	18.0%	100.0%

Fuentes: Capital Data y Staff de cálculos del FMI. Bank International Settlement (BIS)

CUADRO 3A

Montos destacados y emisiones netas de deuda internacional por moneda de emisión
(Miles de millones de dólares)

Años	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
U. S. dólar	745.8	815.6	881.9	1.124.8	1.448.5	1.858.5	2.401.8	2.971.6	3.115.8
Yen Japones	267.6	383.7	444.0	472.1	454.9	479.9	527.9	502.2	451.6
ECU/ euro	92.6	90.9	90.4	74.3	65.2	158.8	1.489.3	1.826.2	1,868.4
Otras monedas	809.7	988.0	1.156.2	1.283.3	1,340.7	1.608.9	692.7	750.7	732.9
Marco alemán	192.0	242.5	311.5	338.1	337.9	436.8	n.d	n.d	n.d
Franco francés	91.6	129.7	146.2	165.2	177.7	219.3	n.d	n.d	n.d
Lira italiana	37.4	55.8	66.0	92.3	112.1	137.2	n.d	n.d	n.d
Florín holandés	44.9	65.4	83.1	93.2	93.3	120.6	n.d	n.d	n.d
Peseta española	10.6	10.7	13.2	18.4	21.3	23.6	n.d	n.d	n.d
Franco belga	2.2	2.3	4.2	13.1	12.9	9.9	n.d	n.d	n.d
Libra Esterlina	149.1	171.5	177.4	225.8	267.1	323.9	393.8	458.2	453.9
Dólar canadiense	80.9	83.2	83.3	76.2	67.0	55.1	56.0	51.0	46.8
Corona sueca	3.3	4.6	5.1	5.1	4.3	7.6	7.4	8.0	7.6
Franco suizo	146.7	156.7	179.8	152.3	139.0	154.2	136.8	133.0	124.9
Otras	51.0	65.6	86.4	103.6	108.1	120.7	98.7	100.5	99.7
TOTAL	1,915.7	2,278.2	2,572.5	2,954.5	3,309.3	4,106.1	5,111.7	6,050.9	6,168.7

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues)

CUADRO 4A

CREDITOS SINDICADOS INTERNACIONALES OTORGADOS
CON FACILIDADES POR NACIONALIDAD DE PRESTATARIOS

(Miles de millones de dólares)

Año	Estados Unidos	Japón	Alemania	Francia	Italia	Reino Unido	Canadá	TOTAL
1993	203.3	0.7	1.0	5.9	2.1	13.5	7.5	292.7
1994	327.6	2.6	1.3	6.2	5.4	26.8	16.0	501.9
1995	399.8	3.5	13.0	19.2	15.4	54.2	24.2	709.0
1996	495.9	6.8	7.7	22.6	4.7	64.3	27.0	839.3
1997	623.1	6.0	10.9	40.6	9.3	101.3	41.2	1,080.6
1998	585.1	11.4	13.1	16.9	6.3	75.9	41.4	905.3
1999	625.4	15.3	49.3	32.9	15.5	90.5	25.9	1,025.9
2000	804.8	17.3	43.7	72.1	36.3	135.4	39.6	1,465.7
2001	637.6	31.6	16.4	51.2	20.0	46.8	14.4	1,013.2

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues)

CUADRO 5A
MERCADOS DE CAPITALES EN PAISES EN DESARROLLO
(Miles de millones de dolares)

Año	Flujos de Mercado de Capitales	Inversiones en capital accionario	Flujos Privados Deuda	Bancos Comerciales	Bonos	Otros
1990	20	4	16	3	1	11
1991	26	8	19	5	11	3
1992	52	14	38	16	11	11
1993	100	51	49	3	37	9
1994	86	35	51	9	38	4
1995	99	36	63	31	31	2
1996	148	49	99	34	63	2
1997	127	30	97	45	49	3
1998	104	16	88	50	41	-3
1999	34	35	-1	-25	25	-2
2000	79	48	31	1	30	0
2001	219	37	182	102	80	0
2002	240	44	197	116	81	0
2003	249	49	200	120	80	0

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial.

CUADRO 6A
MOVILIDAD DE CAPITALES EN PAISES EN DESARROLLO
(Miles de millones de dolares)

Año	Flujos netos de largo plazo	Flujos de corto plazo	Total de flujos a países en desarrollo	Flujos oficiales	Flujos privados	IED Países en desarrollo	IED América Latina
1990	101	13	113	57	44	25	n. d.
1991	123	20	143	63	61	36	15
1992	152	38	191	54	98	47	30
1993	220	49	270	53	167	67	61
1994	224	51	274	46	178	90	61
1995	255	63	318	53	202	107	31
1996	308	43	351	32	276	118	44
1997	343	16	359	43	300	171	67
1998	335	-51	284	55	280	176	74
1999	264	-18	246	45	219	162	88
2000	296	4	299	39	257	162	77
2001	218	n. d.	218	174	173	175	70
2002	240	n. d.	240	191	191	147	45
2003	249	n. d.	249	198	198	135	37
2004	238	n. d.	238	79	189	148	n. d.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) y Banco Mundial.

CUADRO 7A

FLUJOS NETOS DE CAPITAL A LAS ECONOMÍAS DE MERCADO EMERGENTES

(miles de millones de dólares de E.U.)

TOTAL	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
A) Flujos netos de capital privado	123.80	119.30	181.90	152.50	193.20	212.10	169.40	88.30
Inversión directa neta	31.30	35.50	56.80	82.70	97.00	115.90	163.00	155.00
Inversión de cartera neta	36.90	51.10	113.60	105.60	41.20	80.80	66.80	36.70
Otras Inversiones netas	55.60	32.70	11.50	-35.80	55.00	15.40	-60.40	-103.40
B) Flujos oficiales netos	36.50	22.30	20.10	1.80	26.10	-0.80	24.40	41.70
C) Variación de las reservas	-61.50	-51.90	-75.90	-66.70	-120.20	-109.10	-61.20	-34.70
<i>Partida informativa</i>			68.30	46.90	152.00	131.30	102.60	51.60
D) Cuenta corriente	-85.10	-75.60	-116.00	-72.00	-91.00	-91.80	-87.10	-56.10
E) Suma (A+B+C)	98.80	89.70	126.10	87.60	99.10	102.20	132.60	95.30
F) Cuenta de capital (D - E)	-183.90	-165.30	-242.10	-159.60	-190.10	-194.00	-219.70	-154.40
AMERICA LATINA								
A) Flujos netos de capital privado	24.00	55.90	62.50	47.50	38.40	82.00	87.30	68.90
Inversión directa neta	11.30	13.90	12.00	24.90	26.10	39.30	50.70	54.00
Inversión de cartera neta	14.70	30.30	61.10	60.80	1.70	40.00	39.70	33.00
Otras Inversiones netas	-2.00	11.70	-10.60	-38.20	10.60	2.70	-3.10	-18.10
B) Flujos oficiales netos	2.70	-1.70	0.60	-4.10	20.60	-13.70	-7.80	1.60
C) Variación de las reservas	-17.40	-22.60	-21.30	4.20	-25.50	-28.30	-14.60	17.70
<i>Partida informativa</i>								
D) Cuenta corriente	16.90	34.50	45.70	50.90	35.90	38.90	65.10	89.60
E) Suma (A+B+C)	9.30	31.60	41.80	47.60	33.50	40.00	64.90	88.20
F) Cuenta de capital (D - E)	7.60	2.90	3.90	3.30	2.40	-1.10	0.20	1.40
PARTICIPACION (%)								
A) Flujos netos de capital privado	19.4%	46.9%	34.4%	31.1%	19.9%	38.7%	51.5%	78.0%
Inversión directa neta	36.1%	39.2%	21.1%	30.1%	26.9%	33.9%	31.1%	34.8%
Inversión de cartera neta	39.8%	59.3%	53.8%	57.6%	4.1%	49.5%	59.4%	89.9%
Otras Inversiones netas	-3.6%	35.8%	-92.2%	106.7%	19.3%	17.5%	5.1%	17.5%
B) Flujos oficiales netos	7.4%	-7.6%	3.0%	-227.8%	78.9%	1712.5%	-32.0%	3.8%
C) Variación de las reservas	28.3%	43.5%	28.1%	-6.3%	21.2%	25.9%	23.9%	-51.0%
<i>Partida informativa</i>								
D) Cuenta corriente	-19.9%	-45.6%	-39.4%	-70.7%	-39.5%	-42.4%	-74.7%	-151.6%
E) Suma (A+B+C)	9.4%	35.2%	33.1%	54.3%	33.8%	39.1%	48.9%	92.5%
F) Cuenta de capital (D - E)	-4.1%	-1.8%	-1.6%	-2.1%	-1.3%	0.6%	-0.1%	-0.9%

Fuente: FMI, Perspectivas de la economía mundial (mayo de 1999).

CUADRO 8A

NUMERO DE EMPRESAS POR PAIS E INDUSTRIA CON PARTICIPACION EN BOLSAS DE VALORES. DIC. 1995

País	Proveedoras	Industrias básicas	Industrias generales	Bienes Consumo cíclicos	Bienes Consumo No cíclicos	Servicios cíclicos	Servicios No cíclicos	Utilitarias	Tecnologicas	Financieras	Total	*Stock Market: \$ Bols. '95
Estados Unidos	39	35	72	22	113	138	57	53	266	128	927	7.4
Inglaterra	10	44	38	7	41	141	20	17	55	146	519	1.9
Francia	8	21	27	18	25	51	8	0	17	20	195	5
Alemania	2	20	36	30	19	24	8	8	17	31	195	5
Italia	3	14	18	20	8	21	8	6	2	54	154	1
Japon	11	138	176	82	113	184	26	14	65	171	981	2.4
Canadá	40	29	22	3	16	49	13	15	15	33	235	3.1
Australia	20	10	10	2	15	28	8	3	9	48	150	1.1
Austria	1	9	7	2	4	3	2	2	2	18	48	
Belgica	0	10	11	2	8	9	6	3	6	31	86	1
Dinamarca	0	4	6	2	10	13	2	0	2	7	46	1
Hong Kong	1	4	17	6	3	29	7	3	10	47	127	6
Irlanda	8	6	2	2	11	9	0	0	3	7	48	
Holanda	9	11	11	4	13	24	9	0	16	31	128	3
Nueva Zelanda	2	5	2	1	4	14	1	7	0	12	48	1
Noruega	9	4	7	2	2	9	1	1	7	6	48	1
España	2	27	11	4	15	19	6	7	1	28	120	7
Suecia	0	8	18	1	2	5	3	2	14	12	65	2
Suiza	0	19	41	5	19	11	4	5	6	38	148	2
Malasia	2	14	12	4	10	12	4	5	0	27	90	7
Singapur	1	5	24	0	5	20	2	0	9	30	96	3
Sudáfrica	9	2	7	3	5	11	2	0	3	23	65	6
Corea del Sur	2	15	20	7	10	11	4	1	4	22	96	7
Tailandia	1	8	2	0	4	8	5	2	2	18	50	3
Filipinas	4	1	4	0	6	5	4	2	0	21	47	2
Taiwan	0	5	19	5	1	3	0	0	21	16	70	4
Grecia	2	5	2	1	3	7	2	0	6	15	43	2
Portugal	0	10	2	1	2	9	6	1	1	15	47	1
Argentina	2	13	5	2	8	2	1	5	0	10	48	1
México	1	18	8	3	17	22	5	0	0	13	87	1
Turquia	3	5	12	6	1	2	4	3	1	8	45	2
Finnlandia	1	7	10	1	4	6	7	0	6	5	47	1
Chile	2	7	4	0	6	5	5	12	0	8	49	2
India	6	10	14	7	23	3	3	2	19	9	96	5.8
Indonesia	3	9	2	7	7	6	2	0	0	12	48	2
Perú	13	5	1	2	9	1	1	3	0	9	44	2
Luxemburgo	0	2	0	0	5	4	2	3	0	15	31	
Colombia	1	11	0	3	7	4	3	1	0	16	46	1
Polonia	3	7	3	0	10	6	1	0	2	14	46	2
China	3	11	10	5	2	4	3	7	2	1	48	9
TOTAL	224	588	693	272	588	932	257	195	589	1.169	5.507	35.0

Fuente: BROOKS, Robin and Caioo, Luis. "The new economy and global stock returns" IMF (Working paper), Estados Unidos, 2000. 38 p

CUADRO 9A
CAPITALIZACION DEL MERCADO BURSÁTIL POR PAIS E INDUSTRIA CON PARTICIPACION EN BOLSAS DE VALORES, DIC. 1999

País	Proveedoras	Industrias básicas	Industrias generales	Bienes Consumo cíclicos	Bienes Consumo		Servicios		Utilitarias	Tecnológicas	Financieras	Total	Stock Market Fact Book '99 IPC
					No cíclicos	Servicios cíclicos	Servicios No cíclicos						
Estados Unidos	368	312	1.163	209	2.012	1.749	1.141	316	4.659	1.949	14.015	16.635	
Inglaterra	349	76	85	15	363	398	463	103	162	564	2.628	2.823	
Francia	101	85	137	102	171	137	218	0	134	169	1.254	1.475	
Alemania	0	99	182	134	41	60	225	23	74	320	1.155	1.432	
Italia	46	7	18	31	6	68	213	70	2	248	709	728	
Japón	14	236	501	534	290	549	927	111	857	669	4.718	4.547	
Canadá	71	43	43	4	17	83	85	20	156	109	631	801	
Australia	58	9	8	1	18	81	95	3	8	118	399	428	
Austria	3	5	2	0	2	2	0	4	0	13	31	33	
Bélgica	0	15	18	1	9	7	12	23	2	88	175	185	
Dinamarca	0	1	4	1	19	31	18	0	2	12	88	105	
Hong Kong	1	7	97	4	3	31	91	23	30	256	543	609	
Irlanda	1	10	0	1	14	10	0	0	10	22	68	42	
Holanda	145	23	53	12	64	65	102	0	38	233	735	695	
Nueva Zelanda	1	4	0	0	2	5	8	3	0	3	26	28	
Noruega	16	4	7	1	4	14	2	0	2	10	60	64	
España	29	22	7	0	8	33	89	54	13	104	351	432	
Suecia	0	19	42	9	4	38	14	4	140	60	330	373	
Suiza	0	34	65	22	312	22	32	3	2	214	706	693	
Malasia	1	9	10	2	8	16	13	14	0	26	99	146	
Singapur	0	7	22	0	3	31	32	0	11	67	173	198	
Sudáfrica	36	3	13	3	8	11	5	0	5	52	136	262	
Corea del Sur	5	20	69	8	8	7	90	19	8	32	266	309	
Tailandia	2	6	1	0	1	6	7	1	3	21	48	58	
Filipinas	1	1	4	0	3	2	4	2	0	15	32	48	
Taiwan	0	27	46	15	2	5	0	0	162	54	311	376	
Grecia	5	10	3	1	6	13	19	0	11	49	117	204	
Portugal	0	6	0	0	1	8	24	10	0	21	70	66	
Argentina	1	6	2	0	2	0	7	3	0	10	31	84	
México	3	22	10	1	17	30	40	0	0	16	139	154	
Turquía	19	4	25	4	1	5	4	2	0	36	100	113	
Finlandia	4	28	8	1	3	5	55	0	216	6	326	349	
Chile	1	4	7	0	5	4	7	14	0	9	51	69	
India	18	7	38	6	19	9	8	2	27	9	143	185	
Indonesia	1	4	1	3	11	2	9	0	0	20	51	64	
Perú	1	1	0	0	1	0	0	2	0	2	7	14	
Luxemburgo	0	1	0	0	2	5	2	0	0	10	20	36	
Colombia	0	1	0	0	2	0	0	0	0	3	6	12	
Polonia	3	1	1	0	1	1	9	0	1	8	25	31	
China	4	14	15	6	3	6	3	9	2	4	66	331	
TOTAL	1,508	1,190	2,644	1,131	3,486	3,549	4,073	838	6,739	5,691	30,849	35,346	

Fuente: BROOKS, Robin and Catao, Luis "The new economy and global stock returns" IMF (Working paper), Estados Unidos 2000. 38 p

CUADRO 10A

PARTICIPACION % EN CAPITALIZACION POR PAIS E INDUSTRIA CON PARTICIPACION EN BOLSAS DE VALORES. DIC. 1999

País	Proveedoras	Industrias básicas	Industrias generales	Bienes Consumo cíclicos	Bienes Consumo No cíclicos	Servicios cíclicos	Servicios No cíclicos	Utilitarias	Tecnológicas	Financieras	Total	SERVICIOS	INDUSTRIA
Estados Unidos	4.1%	2.2%	7.8%	1.5%	14.4%	12.5%	8.1%	2.3%	33.2%	13.9%	100.0%	71.0%	29.0%
Inglaterra	13.3%	2.9%	3.2%	0.6%	14.6%	16.1%	17.6%	3.9%	6.2%	22.6%	100.0%	66.4%	33.6%
Francia	8.1%	6.6%	10.9%	8.1%	13.6%	10.9%	17.4%	0.0%	16.7%	13.5%	100.0%	52.5%	47.5%
Alemania	0.0%	8.3%	15.8%	11.6%	3.5%	5.2%	19.5%	2.0%	6.4%	27.7%	100.0%	63.9%	36.1%
Italia	6.5%	1.0%	2.5%	4.4%	0.8%	9.6%	30.0%	9.9%	0.3%	53.0%	100.0%	54.8%	45.2%
Japón	0.3%	5.0%	10.6%	11.3%	6.1%	11.6%	19.6%	2.4%	18.2%	14.8%	100.0%	66.6%	33.4%
Canadá	11.3%	6.8%	6.8%	0.6%	2.7%	12.4%	13.5%	3.2%	24.7%	17.3%	100.0%	71.8%	28.2%
Australia	14.5%	2.3%	2.0%	0.3%	4.5%	20.3%	23.8%	0.8%	2.0%	29.6%	100.0%	76.4%	23.6%
Austria	9.7%	16.1%	6.5%	0.0%	6.5%	6.5%	0.0%	12.9%	0.0%	41.9%	100.0%	61.3%	38.7%
Bélgica	0.0%	8.6%	10.3%	0.6%	5.1%	4.0%	6.9%	13.1%	1.1%	58.3%	100.0%	73.4%	26.6%
Dinamarca	0.0%	1.1%	4.5%	1.1%	21.6%	36.2%	20.5%	0.0%	2.3%	13.6%	100.0%	71.6%	28.4%
Hong Kong	0.2%	1.3%	17.9%	0.7%	0.6%	5.7%	16.8%	4.2%	3.5%	47.1%	100.0%	79.4%	20.6%
Irlanda	1.5%	14.7%	0.0%	1.5%	20.6%	14.7%	0.0%	0.0%	14.7%	32.4%	100.0%	61.8%	38.2%
Holanda	19.7%	3.1%	7.2%	1.6%	6.7%	8.8%	13.9%	0.0%	5.2%	31.7%	100.0%	59.6%	40.4%
Nueva Zelanda	3.8%	15.4%	0.0%	0.0%	7.7%	19.2%	30.8%	11.5%	0.0%	11.5%	100.0%	73.1%	26.9%
Noruega	26.7%	6.7%	11.7%	1.7%	6.7%	23.3%	3.3%	0.0%	3.3%	16.7%	100.0%	46.7%	53.3%
España	8.0%	6.1%	1.9%	0.9%	2.2%	9.1%	24.7%	15.0%	4.2%	28.8%	100.0%	81.7%	18.3%
Suecia	0.0%	5.8%	12.7%	2.7%	1.2%	11.5%	4.2%	1.2%	42.4%	18.2%	100.0%	77.6%	22.4%
Suiza	0.0%	4.8%	9.2%	3.1%	44.2%	3.1%	4.5%	0.4%	0.3%	36.3%	100.0%	38.7%	61.3%
Malasia	1.0%	9.1%	10.1%	2.0%	8.1%	16.2%	13.1%	14.1%	0.0%	26.3%	100.0%	69.7%	30.3%
Singapur	0.0%	4.0%	12.7%	0.0%	1.7%	17.9%	18.3%	0.0%	6.4%	38.7%	100.0%	81.5%	18.5%
Sudáfrica	26.5%	2.2%	9.6%	2.2%	5.9%	8.1%	3.7%	0.0%	3.7%	36.2%	100.0%	53.7%	46.3%
Corea del Sur	1.9%	7.5%	25.9%	3.6%	3.6%	2.6%	33.8%	7.1%	3.0%	12.0%	100.0%	58.6%	41.4%
Tailandia	4.2%	12.5%	2.1%	0.0%	2.1%	12.5%	14.6%	2.1%	6.3%	43.6%	100.0%	79.2%	20.8%
Filipinas	3.1%	3.1%	12.5%	0.0%	9.4%	6.3%	12.5%	6.3%	0.0%	46.9%	100.0%	71.9%	28.1%
Taiwan	4.0%	8.7%	14.8%	4.8%	0.6%	1.6%	0.0%	0.0%	52.1%	17.4%	100.0%	71.1%	28.9%
Grecia	0.0%	8.5%	2.6%	0.9%	5.1%	11.1%	16.2%	0.0%	9.4%	41.9%	100.0%	78.6%	21.4%
Portugal	0.0%	8.6%	0.0%	0.0%	1.4%	11.4%	34.3%	14.3%	0.0%	30.0%	100.0%	90.0%	10.0%
Argentina	3.2%	19.4%	6.5%	0.0%	6.5%	0.0%	22.8%	9.7%	0.0%	32.3%	100.0%	64.5%	35.5%
México	2.2%	15.8%	7.2%	0.7%	12.2%	21.6%	28.8%	0.0%	0.0%	11.5%	100.0%	61.9%	38.1%
Turquia	19.0%	4.0%	25.0%	4.0%	1.0%	5.0%	4.0%	2.0%	0.0%	36.0%	100.0%	47.0%	53.0%
Finlandia	1.2%	8.6%	2.5%	0.3%	0.9%	1.5%	16.9%	0.0%	66.3%	1.8%	100.0%	86.5%	13.5%
Chile	2.0%	7.8%	13.7%	0.0%	9.8%	7.8%	13.7%	27.5%	0.0%	17.6%	100.0%	66.7%	33.3%
India	12.6%	4.9%	26.6%	4.2%	13.3%	8.3%	5.6%	1.4%	18.9%	6.3%	100.0%	38.5%	61.5%
Indonesia	2.0%	7.8%	2.0%	5.9%	21.6%	3.9%	17.6%	0.0%	0.0%	39.2%	100.0%	60.8%	39.2%
Perú	14.3%	14.3%	0.0%	0.0%	14.3%	0.0%	0.0%	28.6%	0.0%	28.6%	100.0%	57.1%	42.9%
Luxemburgo	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	10.0%	25.0%	10.0%	0.0%	0.0%	50.0%	100.0%	85.0%	15.0%
Colombia	0.0%	16.7%	0.0%	0.0%	33.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.0%	100.0%	50.0%	50.0%
Polonia	12.0%	4.0%	4.0%	0.0%	4.0%	4.0%	36.0%	0.0%	4.0%	32.0%	100.0%	76.0%	24.0%
China	6.1%	21.2%	22.7%	9.1%	4.5%	9.1%	4.5%	13.6%	3.0%	6.1%	100.0%	36.4%	63.6%
TOTAL	4.89%	3.86%	8.57%	3.67%	11.30%	11.50%	13.20%	2.72%	21.85%	18.45%	100.00%	66.5%	33.5%

Fuente: BROOKS, Robin and Catalo, Luis. "The new economy and global stock returns" IMF (Working paper). Estados Unidos. 2000. 38 p.

CUADRO 11A

PARTICIPACION % EN TOTAL DE CAPITALIZACION POR PAIS E INDUSTRIA CON PARTICIPACION EN BOLSAS DE VALORES, DIC. 1999

País	Proveedoras	Industrias básicas	Industrias generales	Bienes Consumo cíclicos	Bienes Consumo No cíclicos	Servicios cíclicos	Servicios No cíclicos	Utilitarias	Tecnológicas	Financieras	Total
Estados Unidos	1.84%	1.01%	3.57%	0.66%	6.52%	5.27%	3.70%	1.02%	11.10%	6.02%	45.43%
Inglaterra	1.13%	0.25%	0.28%	0.05%	1.24%	1.29%	1.50%	0.33%	0.62%	1.93%	6.52%
Francia	0.33%	0.28%	0.44%	0.33%	0.55%	0.44%	0.71%	0.00%	1.42%	0.55%	4.06%
Alemania	0.20%	0.31%	0.59%	0.43%	0.13%	0.19%	0.73%	0.07%	0.24%	1.04%	3.74%
Italia	0.15%	0.02%	0.06%	0.10%	0.02%	0.22%	0.69%	0.23%	0.01%	0.80%	2.30%
Japón	0.05%	0.77%	1.62%	1.73%	0.94%	1.78%	3.07%	0.36%	2.76%	2.71%	15.29%
Canadá	0.23%	0.14%	0.14%	0.01%	0.06%	0.27%	0.28%	0.06%	0.51%	0.35%	2.05%
Australia	0.19%	0.03%	0.03%	0.00%	0.06%	0.26%	0.31%	0.01%	0.03%	0.35%	1.29%
Austria	0.01%	0.02%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.04%	0.10%
Suecia	0.00%	0.05%	0.06%	0.00%	0.03%	0.03%	0.04%	0.07%	0.01%	0.29%	0.57%
Dinamarca	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.06%	0.10%	0.06%	0.00%	0.01%	0.04%	0.29%
Hong Kong	0.00%	0.02%	0.21%	0.01%	0.10%	0.25%	0.07%	0.10%	0.83%	1.76%	3.22%
Irlanda	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.05%	0.03%	0.00%	0.00%	0.07%	0.07%	0.22%
Holanda	0.47%	0.07%	0.17%	0.04%	0.21%	0.21%	0.33%	0.00%	0.12%	0.76%	2.38%
Nueva Zelanda	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.03%	0.01%	0.00%	0.01%	0.08%
Noruega	0.05%	0.01%	0.02%	0.00%	0.01%	0.05%	0.01%	0.00%	0.01%	0.03%	0.19%
España	0.09%	0.07%	0.02%	0.00%	0.03%	0.11%	0.29%	0.18%	0.05%	0.54%	1.17%
Suecia	0.00%	0.06%	0.14%	0.03%	0.01%	0.12%	0.08%	0.01%	0.45%	0.19%	1.07%
Suiza	0.00%	0.11%	0.21%	0.07%	1.01%	0.07%	0.10%	0.01%	0.01%	0.69%	2.29%
Malasia	0.00%	0.03%	0.03%	0.01%	0.03%	0.03%	0.04%	0.05%	0.06%	0.05%	0.32%
Singapur	0.00%	0.02%	0.07%	0.00%	0.01%	0.10%	0.10%	0.00%	0.04%	0.22%	0.56%
Sudáfrica	0.12%	0.01%	0.04%	0.01%	0.03%	0.04%	0.02%	0.00%	0.02%	0.17%	0.44%
Corea del Sur	0.02%	0.06%	0.22%	0.03%	0.03%	0.02%	0.29%	0.06%	0.03%	0.10%	0.86%
Tailandia	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	0.00%	0.01%	0.07%	0.16%
Filipinas	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.05%	0.10%
Taiwan	0.00%	0.09%	0.15%	0.05%	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.53%	0.18%	1.01%
Grecia	0.02%	0.03%	0.01%	0.00%	0.02%	0.04%	0.06%	0.00%	0.04%	0.16%	0.38%
Portugal	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.08%	0.03%	0.00%	0.07%	0.23%
Argentina	0.00%	0.02%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.02%	0.01%	0.00%	0.03%	0.10%
México	0.01%	0.07%	0.03%	0.00%	0.06%	0.16%	0.13%	0.00%	0.00%	0.05%	0.45%
Turquía	0.06%	0.01%	0.08%	0.01%	0.00%	0.02%	0.01%	0.01%	0.00%	0.12%	0.32%
Finlandia	0.01%	0.09%	0.03%	0.00%	0.01%	0.02%	0.18%	0.00%	0.70%	0.02%	1.06%
Chile	0.00%	0.01%	0.02%	0.00%	0.02%	0.01%	0.02%	0.05%	0.00%	0.03%	0.17%
India	0.06%	0.02%	0.12%	0.02%	0.06%	0.03%	0.03%	0.01%	0.00%	0.03%	0.46%
Indonesia	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.04%	0.01%	0.03%	0.00%	0.00%	0.06%	0.17%
Perú	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	0.02%
Luxemburgo	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.01%	0.00%	0.00%	0.03%	0.06%
Colombia	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%
Polonia	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.03%	0.08%
China	0.01%	0.05%	0.05%	0.02%	0.01%	0.02%	0.01%	0.03%	0.01%	0.01%	0.21%
TOTAL	4.89%	3.86%	8.57%	3.67%	11.30%	11.50%	13.20%	2.72%	21.65%	18.45%	100.0%

Fuente: BROOKS, Robin and Catão, Luis. "The new economy and global stock returns". NBER (Working paper), Estados Unidos, 2000. 38 p

CUADRO 12A
EFFECTOS DE LA DIVERSIFICACION INTERNACIONAL POR PAIS
 (Rendimientos mensuales en USD, periodo: 1986-2000)

País	Cartera nacional			Eficiencia de diversificación
	R ² (%)	DS (%)	SHP	
Estados Unidos	0.04	3.44	0.01	0.43
Inglaterra	0.01	3.44	0.00	0.44
Francia	0.05	4.45	0.01	0.43
Alemania	-0.42	4.97	-0.08	0.52
Italia	-0.34	6.89	-0.05	0.49
Japón	-0.27	4.67	-0.06	0.50
Canadá	-0.11	3.91	-0.03	0.47
Australia	-0.04	5.98	-0.01	0.45
Austria	-0.39	7.01	-0.06	0.50
Bélgica	-0.20	4.40	-0.05	0.49
Dinamarca	-0.09	5.01	-0.02	0.46
Hong Kong	0.95	8.53	0.11	0.33
Irlanda	0.33	5.34	0.06	0.38
Holanda	-0.02	3.32	0.00	0.44
Nueva Zelanda	-0.63	7.90	-0.08	0.52
Noruega	0.36	6.15	0.06	0.38
España	0.91	7.19	0.13	0.31
Suecia	0.21	5.57	0.04	0.40
Suiza	-0.04	4.01	-0.01	0.45
Grecia	1.51	13.50	0.11	0.33
Portugal	-0.09	6.40	-0.01	0.45
Finlandia	0.25	6.78	0.04	0.40
Luxemburgo	0.22	5.21	0.04	0.40
Promedio	0.10	5.83	0.01	0.43
Internacional	2.00	4.56	0.44	

Fuente: BROOKS, Robin and Catao, Luis. "The new economy and global stock returns". IMF (Working paper), Estados Unidos 2000. 38 p.

CUADRO 13A
EFFECTOS DE LA DIVERSIFICACION INTERNACIONAL POR PAIS
 (Rendimientos mensuales en USD, periodo: 1986-2000)

País	Cartera nacional			Eficiencia de diversificación
	R ² (%)	DS (%)	SHP	
Malasia	0.60	10.46	0.06	0.39
Singapur	-0.02	6.66	0.00	0.45
Sudáfrica	-0.09	6.28	-0.01	0.46
Corea del Sur	1.14	12.18	0.09	0.36
Tailandia	0.92	11.23	0.08	0.37
Filipinas	1.08	10.31	0.10	0.35
Taiwan	0.25	12.83	0.02	0.43
Portugal	-0.14	6.33	-0.02	0.47
Argentina	4.15	27.66	0.15	0.30
México	1.37	9.32	0.15	0.30
Turquia	4.15	20.77	0.20	0.25
Chile	1.41	8.24	0.17	0.28
India	1.53	14.23	0.11	0.34
Indonesia	-0.16	13.96	-0.01	0.46
Perú	2.08	15.60	0.13	0.32
Luxemburgo	0.17	5.13	0.03	0.42
Colombia	-0.72	9.06	-0.08	0.53
Polonia	2.88	17.65	0.16	0.29
China	2.73	22.75	0.12	0.33
Promedio	1.23	12.67	0.08	0.37
Internacional	2.04	4.51	0.45	

CUADRO 14A

(Rendimientos mensuales en USD, periodo: 1986-1991)

País	Cartera nacional			Eficiencia de diversificación
	R ² (%)	DS (%)	SHP	
Malasia	1.10	4.44	0.25	-0.01
Singapur	0.55	4.18	0.13	0.11
Sudáfrica	1.48	5.54	0.27	-0.03
Corea del Sur	-0.31	7.53	-0.04	0.28
Tailandia	2.02	8.57	0.24	0.00
Filipinas	2.68	11.27	0.24	0.00
Taiwan	-0.52	16.70	-0.03	0.27
Portugal	0.15	7.08	0.02	0.22
Argentina	13.57	52.24	0.26	-0.02
México	4.50	8.92	0.50	-0.26
Turquia	5.62	25.19	0.22	0.02
Chile				
India				
Indonesia				
Perú				
Luxemburgo				
Colombia				
Polonia				
China				
Promedio	2.80	13.79	0.19	0.05
Internacional	1.28	5.44	0.24	

Fuente: BROOKS, Robin and Catao, Luis. "The new economy and global stock returns". IMF (Working paper), Estados Unidos. 2000. 38 p.

CUADRO 15A

(Rendimientos mensuales en USD, periodo: 1991-1994)

País	Cartera nacional			Eficiencia de diversificación
	R ² (%)	DS (%)	SHP	
Malasia	2.18	7.76	0.28	0.21
Singapur	0.55	4.55	0.12	0.37
Sudáfrica	0.11	5.31	0.02	0.47
Corea del Sur	0.73	9.00	0.08	0.41
Tailandia	3.20	10.60	0.30	0.19
Filipinas	2.95	9.64	0.31	0.18
Taiwan	1.21	13.80	0.09	0.40
Portugal	-0.09	5.83	-0.01	0.50
Argentina	2.22	10.43	0.21	0.28
México	1.37	8.67	0.16	0.33
Turquia	5.78	23.50	0.25	0.24
Chile	1.68	8.94	0.19	0.30
India	4.73	21.30	0.22	0.27
Indonesia	1.31	9.39	0.14	0.35
Perú	7.79	20.59	0.38	0.11
Luxemburgo	0.79	4.45	0.18	0.31
Colombia				
Polonia				
China				
Promedio	2.28	10.86	0.18	0.31
Internacional	1.67	3.42	0.49	

CUADRO 16A

VALOR DEL MERCADO BURSÁTIL DE PRINCIPALES PAISES DESARROLLADOS

(Miles de millones de dólares)

Pais	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estados Unidos	3.105.2	4.099.5	4.505.8	5.109.8	5.027.6	5.917.7	8.451.7
Japón	2.828.5	3.117.3	2.318.9	2.906.3	3.592.2	3.667.3	3.106.1
Reino Unido	850.0	986.1	926.4	1.150.6	1.145.3	1.346.6	1.642.6
Francia	311.7	373.4	349.6	455.5	452.0	503.0	557.0
Alemania	355.3	392.5	346.9	460.8	499.3	577.4	664.9
Canadá	241.9	265.7	241.9	326.5	315.1	366.3	487.0
Italia	148.8	158.8	123.7	145.3	166.0	209.5	256.6
Holanda	119.8	135.0	134.9	182.6	224.5	286.7	375.4
Suiza	157.6	173.8	189.1	270.9	264.7	398.1	240.4
España	111.4	127.3	98.8	118.9	123.6	150.9	191.9
Australia	107.9	142.4	133.6	202.0	216.8	244.3	311.9
Suecia	92.0	97.1	78.1	107.0	130.6	172.6	191.9
TOTAL	8.530.3	10.069.7	9.449.7	11.436.1	12.197.7	14.837.4	16.507.3

Pais	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Promedio	Part. %
Estados Unidos	10.730.6	12.647.9	16.733.0	15.214.5	13.826.6	11.055.6	9.032.7	45.0%
Japón	2.216.7	2.495.8	4.554.9	3.193.9	2.293.8	2.095.5	2.960.6	14.7%
Reino Unido	1.996.2	2.372.7	2.855.4	2.612.2	2.164.7	1.800.7	1.680.9	8.4%
Francia	676.3	984.9	1.496.9	2.271.7	1.889.5	1.538.7	914.4	4.6%
Alemania	825.2	1.086.7	1.432.2	1.270.2	1.071.7	686.0	743.8	3.7%
Canadá	567.6	543.4	789.2	837.5	611.5	570.2	474.1	2.36%
Italia	344.7	566.0	728.2	768.4	527.5	477.1	357.0	1.8%
Holanda	468.6	600.5	695.2	0.0	0.0	0.0	248.0	1.2%
Suiza	264.7	701.6	693.1	792.3	625.9	547.0	410.7	2.0%
España	290.4	399.8	431.6	504.2	468.2	461.6	267.6	1.3%
Australia	295.8	328.9	427.7	372.8	375.6	380.1	272.3	1.4%
Suecia	290.4	276.7	373.3	328.3	236.5	179.1	196.6	1.0%
TOTAL	18.967.2	23.007.0	31.210.6	28.156.1	24.091.6	19.791.5	17.558.6	87.4%

Fuente: FIBV

CUADRO 17A

VALOR DEL MERCADO BURSÁTIL DE PRINCIPALES PAISES EN DESARROLLO

(Miles de millones de dólares)

Pais	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Corea	110.3	96.5	107.7	139.0	191.8	182.0	139.1
Singapur	34.3	47.6	48.9	135.1	136.3	151.0	153.1
Brasil	11.2	32.2	45.4	96.8	189.3	147.6	216.9
México	41.1	102.8	138.7	200.9	130.2	90.7	106.8
Malasia	47.9	56.7	91.5	219.8	190.2	213.8	306.2
Chile	13.6	28.0	29.6	44.9	68.2	71.3	66.0
Indonesia	8.1	6.8	12.0	32.8	47.2	66.5	90.9
Tailandia	20.8	37.5	57.3	127.5	125.6	187.2	95.9
Argentina	3.6	18.6	18.6	44.1	36.9	37.8	44.7
Filipinas	6.6	10.8	15.3	40.1	56.6	58.8	80.4
Nueva Zelanda	8.8	14.3	14.7	24.6	27.1	31.9	36.9
Taiwan	98.9	123.5	100.2	193.3	247.3	187.2	273.8
India	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
China	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	464.0	533.8	541.7	941.2	875.3	1,790.2	1,455.1
T O T A L	405.2	575.3	679.9	1,299.3	1,446.8	1,425.7	1,610.6

Pais	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Promedio	Part. %
Corea	41.9	114.6	306.1	148.4	194.5	215.7	152.9	0.8%
Singapur	106.3	96.5	198.0	155.1	117.3	101.6	113.9	0.6%
Brasil	255.5	160.9	160.9	226.2	186.2	126.8	142.8	0.7%
México	156.6	91.7	154.0	125.2	126.3	103.9	120.7	0.6%
Malasia	93.2	93.2	139.9	113.2	119.0	122.9	139.0	0.7%
Chile	72.0	51.9	68.2	60.4	56.3	49.8	52.3	0.3%
Indonesia	29.1	22.1	64.0	26.8	23.0	30.1	35.3	0.2%
Tailandia	22.8	34.1	57.2	29.2	36.0	45.4	67.4	0.3%
Argentina	59.3	45.3	55.8	45.8	33.4	16.5	35.4	0.2%
Filipinas	31.2	34.9	41.5	25.3	20.6	18.2	33.9	0.2%
Nueva Zelanda	29.9	29.9	29.9	18.5	17.7	21.7	23.5	0.1%
Taiwan	287.8	260.5	376.5	247.6	292.9	261.3	227.0	1.1%
India	0.0	0.0	0.0	0.0	112.4	112.5	17.3	0.1%
China	0.0	0.0	0.0	0.0	525.8	463.1	76.1	0.4%
Otros	1,624.2	2,913.5	2,017.0	1,737.6	657.6	1,328.6	1,298.4	6.46%
T O T A L	1,185.5	1,035.6	1,652.3	1,221.6	1,861.4	1,689.4	1,237.6	6.2%

Fuente: FIBV

CUADRO 18A

VALOR DEL MERCADO DE ACCIONES A NIVEL MUNDIAL

año	desarrollados	emergentes	otros	TOTAL	Cambio %
1990	8.530.3	405.2	464.0	9.399.5	—
1991	10.069.7	575.3	533.8	11.178.7	18.9%
1992	9.449.7	679.9	541.7	10.671.4	-4.5%
1993	11.436.1	1.299.3	941.2	13.676.5	28.2%
1994	12.197.7	1.446.8	875.3	14.519.8	6.2%
1995	14.837.4	1.425.7	1.790.2	18.053.2	24.3%
1996	16.507.3	1.610.6	1.455.1	19.573.0	8.4%
1997	18.967.2	1.185.5	1.624.2	21.776.9	11.3%
1998	23.007.0	1.035.6	2.913.5	26.956.0	23.8%
1999	31.210.6	1.652.3	2.017.0	34.879.8	29.4%
2000	28.166.1	1.221.6	1.737.6	31.125.4	-10.8%
2001	24.091.6	1.861.4	657.6	26.610.6	-14.5%
2002	19.791.5	1.689.4	1.328.6	22.809.6	-14.3%
Prom.	17,558.6	1.237.6	1.298.4	20.094.7	8.9%

Fuente: FIBV

CUADRO 19A

VALOR DEL MERCADO DE BONOS, POR PRINCIPALES PAISES DESARROLLADOS

(Miles de millones de dólares)

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Estados Unidos	1.639.6	2.245.9	2.061.0	2.540.9	2.375.9	2.757.5	2.862.4
Japón	1.932.5	2.284.4	2.521.7	3.150.9	3.539.3	3.886.5	3.821.5
Reino Unido	576.3	597.3	599.8	876.0	909.5	997.9	1.162.8
Francia	504.8	558.7	576.6	656.6	691.9	845.1	878.2
Alemania	0.0	1.281.4	1.390.4	1.546.5	1.886.4	2.180.6	2.182.4
Canadá	1.9	0.0	1.2	2.2	2.7	1.4	1.2
Italia	0.0	681.1	640.4	584.4	685.7	831.9	1,206.1
Holanda	166.3	182.8	197.5	223.0	239.2	320.2	341.2
Suiza	158.5	167.0	185.6	196.0	216.8	279.5	248.2
España	115.5	116.8	86.9	66.9	67.7	63.3	57.6
Australia	46.4	49.5	60.8	72.4	84.3	86.9	94.0
Suecia	0.0	105.9	96.6	120.5	121.9	0.0	257.8
TOTAL	5,141.8	8,270.7	8,418.6	10,036.2	10,821.3	12,250.8	13,113.3

País	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Promedio	Part. %
Estados Unidos	2.625.4	2.554.1	2,401.6	1,653.6	2,124.9	1,378.3	2,247.8	16.3%
Japón	3,600.3	4,472.6	5,263.9	2,838.8	2,535.5	3,665.3	3,347.2	24.2%
Reino Unido	978.0	1,232.7	1,363.3	1,407.8	1,423.7	1,601.0	1,055.9	7.6%
Francia	777.5	886.8	765.1	1,036.1	1,185.3	0.0	720.2	5.2%
Alemania	2,021.8	2,480.2	2,076.5	0.0	1.3	1.4	1,311.4	9.5%
Canadá	0.8	0.6	0.6	1.7	2.0	4.4	1.6	0.01%
Italia	1,069.4	168.9	156.4	980.8	1,001.6	1,186.5	707.2	5.1%
Holanda	334.8	379.9	347.9	0.0	0.0	0.0	210.2	1.5%
Suiza	243.4	282.4	249.8	242.1	246.3	311.4	232.8	1.7%
España	44.7	40.2	36.1	26.4	34.2	0.0	58.2	0.4%
Australia	76.1	68.3	76.7	51.5	59.1	55.0	67.8	0.5%
Suecia	201.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	69.5	0.5%
TOTAL	11,973.2	12,566.8	12,737.9	8,238.7	8,613.9	8,203.3	10,029.7	72.6%

Fuente: World Federation of Exchanges.

CUADRO 20A

VALOR DEL MERCADO DE BONOS, POR PRINCIPALES PAISES EN DESARROLLO

(Miles de millones de dólares)

Pais	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Corea	0.0	81.1	82.8	97.8	130.0	162.4	205.2
Singapur	98.7	100.2	101.3	119.0	153.2	150.5	161.2
México	1.6	28.8	27.2	17.4	12.3	9.1	10.9
Malasia	0.5	0.8	2.0	4.6	3.9	3.5	3.4
Chile	8.9	9.2	12.7	15.8	19.2	20.9	27.9
Indonesia	0.0	0.0	0.0	0.5	0.4	0.4	0.3
Tailandia	0.1	0.1	0.1	4.0	2.7	1.9	0.9
Argentina	7.5	10.3	9.4	23.1	35.6	41.8	57.0
Filipinas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taiwan	0.0	13.5	20.9	26.3	30.3	31.8	36.8
India	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
China	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Otros	1,554.2	1,816.8	2,092.5	2,014.3	2,310.0	2,692.4	2,750.6
TOTAL	117.4	230.7	235.4	282.2	357.3	390.6	469.9

Pais	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Promedio	Part. %
Corea	132.2	277.8	321.7	384.3	335.7	471.2	206.5	1.50%
Singapur	171.6	182.9	198.9	252.1	218.8	259.1	166.8	1.21%
México	13.7	11.5	14.1	14.9	13.2	15.7	14.7	0.11%
Malasia	1.8	1.3	1.8	0.1	0.1	0.1	1.8	0.01%
Chile	27.4	27.6	25.5	22.0	25.6	24.4	20.6	0.15%
Indonesia	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.00%
Tailandia	0.4	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.8	0.01%
Argentina	69.5	58.8	60.1	54.9	60.3	29.4	39.8	0.29%
Filipinas	0.0	0.0	0.0	1.6	1.6	2.1	0.4	0.00%
Taiwan	32.9	36.6	44.3	56.1	48.5	55.6	34.1	0.25%
India	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	22.3	17.3	0.12%
China	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	45.6	3.5	0.03%
Otros	2,795.6	3,414.7	3,659.2	4,990.3	6,518.3	5,932.9	3,272.5	23.7%
TOTAL	416.7	560.4	622.3	729.9	703.8	1,137.4	506.4	3.7%

Fuente: FIBV.

CUADRO 21A

VALOR DEL MERCADO DE BONOS A NIVEL MUNDIAL

año	desarrollados	emergentes	otros	TOTAL	Cambio %
1990	5,141.8	117.4	1,554.2	6,813.5	---
1991	8,270.7	230.7	1,816.8	10,318.2	51.4%
1992	8,418.6	235.4	2,092.5	10,746.6	4.2%
1993	10,036.2	282.2	2,014.3	12,332.8	14.8%
1994	10,821.3	357.3	2,310.0	13,488.6	9.4%
1995	12,250.8	390.6	2,692.4	15,333.8	13.7%
1996	13,113.3	469.9	2,750.6	16,333.7	6.5%
1997	11,973.2	416.7	2,795.6	15,185.5	-7.0%
1998	12,566.8	560.4	3,414.7	16,541.9	8.9%
1999	12,737.9	622.3	3,659.2	17,019.4	2.9%
2000	8,238.7	729.9	4,990.3	13,959.0	-18.0%
2001	8,613.9	703.8	6,518.3	15,836.0	13.4%
2002	8,203.3	1,137.4	5,932.9	15,273.7	-3.6%
Prom.	10,029.7	481.1	3,272.5	13,783.3	8.1%

Fuente: FIBV.

CUADRO 22A

INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DERIVADOS OTC

(Miles de millones de dólares)

<i>Extrabursátil</i>		1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
<i>Tasas de interés</i>	Forwards	9,593	10,134	10,582	10,719	12,387	10,683
	Swaps	2,444	3,194	3,832	4,503	6,371	4,069
	Options	2,307	2,338	2,496	3,226	5,717	3,217
		14,344	15,666	16,910	18,448	24,475	17,969
<i>Derechos de activos vinculados</i>	Swaps	43,936	48,768	51,407	79,120	111,209	66,888
	Forwards	6,775	6,423	6,537	79,120	111,209	42,013
	Options	9,380	9,476	9,521	13,746	20,012	12,427
		60,091	64,667	67,465	171,986	242,430	121,328
<i>Commodity</i>	Options	1,527	1,555	1,556	364	601	1,121
	Forwards	283	335	329	1,944	3,186	1,215
			1,810	1,890	1,885	2,308	3,787
<i>Otros</i>	Options	192	243	261	218	203	223
	Forwards	498	687	648	218	1,609	732
	Options	163	248	229	0	344	197
		143	196	158	0	1,062	312
Total		1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
Forwards		16,814	17,140	17,677	91,783	127,126	54,108
Swaps		46,380	51,962	55,239	83,623	117,580	70,957
Options		13,357	13,565	13,731	17,336	27,392	17,076
TOTAL		76,551	82,667	86,647	192,742	272,098	142,141

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues).

CUADRO 23A

INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DERIVADOS OTC (VALOR BRUTO DE MERCADO)

(Miles de millones de dólares)

<i>Extrabursátil</i>		1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
<i>Tasas de interés</i>	Forwards	352	469	395	468	607	458
	Swaps	250	313	314	337	557	354
	Options	60	67	63	76	137	81
		662	849	772	881	1,301	893
<i>Derechos de activos vinculados</i>	Swaps	1,150	1,260	1,404	22	19	771
	Forwards	12	13	15	3,864	3,918	1,564
	Options	141	155	154	381	391	244
		1,303	1,428	1,573	4,267	4,328	2,580
<i>Commodity</i>	Options	320	229	150	61	57	163
	Forwards	80	61	49	194	217	120
			400	290	199	255	274
<i>Otros</i>	Options	203	923	0	23	23	234
	Forwards	1,609	923	0	23	23	516
	Options	344	0	0	0	0	69
		1,062	0	0	0	0	212
Total		1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
Forwards		788	543	459	4,526	4,742	2,212
Swaps		1,400	1,573	1,718	359	576	1,125
Options		1,583	451	367	518	585	701
TOTAL		3,771	2,567	2,544	5,403	5,903	4,038

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues).

CUADRO 24A

MERCADO DE DERIVADOS GLOBAL OTC
(Miles de millones de dólares)

	1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
<i>Extrabursatil</i>	14,344	15,666	16,910	18,448	24,475	17,969
<i>Dólar</i>	16,510	19,421	23,083	34,399	46,178	27,918
<i>Euro</i>	20,692	21,311	22,405	38,429	55,793	31,726
<i>Yen</i>	12,391	13,107	11,278	14,650	19,526	14,190
<i>Libra</i>	4,588	4,852	5,178	7,442	9,884	6,389
<i>Otras divisas</i>	5,910	5,976	5,521	2,427	4,078	4,782
<i>Otros inst.</i>	13,765	14,866	15,380	21,560	30,701	19,254
T O T A L	88,200	95,199	99,755	137,355	190,635	122,229

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues).

CUADRO 25A

MERCADO DE DERIVADOS GLOBAL OTC (VALOR BRUTO DE MERCADO)
(Billones de dólares)

	1999	2000	2001	2002	2003	Promedio
<i>Extrabursatil</i>	662	850	773		1,301	893
<i>Dólar</i>	376	486	581		1,734	1,019
<i>Euro</i>	492	477	461	1,811	1,730	932
<i>Yen</i>	232	232	313	378	358	303
<i>Libra</i>	94	113	99	252	228	157
<i>Otras divisas</i>	110	119	119	77	106	106
<i>Otros inst.</i>	896	907	699	1,212	1,359	1,015
TOTAL DERIVADOS	2,862	3,184	3,045	6,216	6,816	4,425

Fuente: BIS, International Banking and Financial Market Developments (various issues)

CUADRO 26A

INSTRUMENTOS FINANCIEROS SELECCIONADOS DEL MERCADO DE DERIVADOS

(en miles de millones de dólares de E.U.)

Concepto	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Futuros sobre tasas de interés	370.0	487.7	895.4	1,201.0	1,454.8	2,157.4	2,913.1	4,958.8	5,777.6
<i>A corto plazo</i>	274.3	338.9	721.7	1,002.8	1,271.4	1,907.0	2,665.8	4,632.9	5,422.0
Eurodólar (tres meses)	229.5	307.8	588.8	671.9	662.6	1,100.5	1,389.6	2,178.7	2,468.6
Euroyen (tres meses)	0.0	0.0	0.0	109.5	243.5	254.5	431.8	1,080.1	1,467.4
Euromarco (tres meses)	0.0	0.0	0.0	14.4	47.7	110.0	229.2	421.9	425.7
PIBOR (tres meses)	0.0	0.0	15.7	12.4	23.3	45.8	132.5	223.7	184.6
<i>A largo plazo</i>	95.7	148.8	173.7	198.2	183.4	250.4	249.3	325.9	355.3
Bonos del Tesoro de E.U.	23.0	26.5	39.9	33.2	23.0	29.8	31.3	32.6	36.1
Bonos del Gobierno de E.U.	2.1	7.6	7.0	6.1	7.0	11.4	21.0	10.6	10.7
Bonos del Gobierno de Japón	63.5	104.8	106.7	129.5	112.9	122.1	106.1	135.9	164.3
Bonos del Gobierno alemán	0.0	0.0	1.4	4.2	13.7	22.5	34.3	47.6	46.1
Opciones sobre tasas de interés	146.5	122.6	279.2	387.9	599.5	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,623.6
Futuros de dinero	10.2	14.6	12.1	16.0	17.0	18.3	26.5	34.7	40.1
Opciones de dinero	35.7	59.5	48.0	50.2	56.5	62.9	71.1	75.6	55.6
Futuros sobre índice accionario	17.8	17.8	27.1	41.3	69.1	76.0	79.8	110.0	127.7
Opciones sobre índice accionario	27.7	27.7	42.9	70.7	93.7	132.8	158.6	229.7	238.4
Total	613.3	729.9	1,304.8	1,767.1	2,290.7	3,520.1	4,634.5	7,771.3	8,863.0
América del Norte	518.1	578.1	951.7	1,155.8	1,268.5	2,151.8	2,694.7	4,358.6	4,819.5
Europa	13.1	13.3	177.7	251.2	461.5	710.8	1,114.4	1,778.0	1,831.8
Asia-Pacífico	87.1	138.5	175.4	360.0	560.5	657.0	623.5	1,606.0	2,171.8
Otros	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.5	1.9	28.7	39.9

Concepto	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Futuros sobre tasas de interés	5,876.2	5,979.0	7,580.8	8,019.9	7,913.9	7,891.9	9,669.0	10,328.1	13,705.8
<i>A corto plazo</i>	5,475.3	5,532.7	7,062.5	7,289.8					
Eurodólar (tres meses)	2,451.7	2,141.8	2,599.1	2,915.1					
Euroyen (tres meses)	1,400.7	1,462.2	1,629.9	1,236.4					
Euromarco (tres meses)	654.6	626.2	1,016.9	1,210.1					
PIBOR (tres meses)	167.1	209.6	212.2	133.7					
<i>A largo plazo</i>	388.1	398.5	426.7	412.4					
Bonos del Tesoro de E.U.	39.9	45.7	72.1	61.1					
Bonos del Gobierno de E.U.	12.4	12.9	14.9	9.5					
Bonos del Gobierno de Japón	178.8	145.6	118.0	142.3					
Bonos del Gobierno alemán	74.8	94.2	82.5	63.7					
Opciones sobre tasas de interés	2,741.8	3,277.8	3,639.8	4,623.5	9,380.0	9,476.0	14,095.1	13,487.6	23,034.0
Futuros de dinero	38.3	50.3	51.9	38.1					
Opciones de dinero	43.5	46.5	33.2	18.7					
Futuros sobre índice accionario	172.4	195.9	211.5	321.0					
Opciones sobre índice accionario	325.3	378.0	776.5	866.5					
Total	9,282.8	10,018.2	12,402.9	13,931.8	13,521.7	14,302.3	17,763.3	23,815.7	36,739.8
América del Norte	4,852.4	4,840.7	6,349.1	7,360.6	6,933.2	8,241.0	11,135.7	13,236.8	20,420.0
Europa	2,241.9	2,828.5	3,587.8	4,401.0	3,955.2	4,183.5	4,837.4	6,285.1	9,695.8
Asia-Pacífico	1,990.1	2,154.0	2,229.9	1,870.2	2,383.7	1,592.2	1,548.7	3,948.9	6,091.8
Otros	198.4	195.0	236.1	300.0	249.6	285.6	241.5	344.9	532.1

Fuente: Banco Mundial, Enero, 2003, BIS

CUADRO 27A

MERCADO MUNDIAL DE DERIVADOS (SWAPS)

(miles de millones de dólares de E.U.)

Swaps sobre tasas de interés	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>Todas las contrapartes</i>	682.8	1,010.3	1,502.5	2,311.6	3,065.1	3,850.8	6,177.3	8,815.6	12,810.7
USD	541.5	728.2	995.7	1,272.7	1,506.0	1,760.2	2,457.0	3,230.1	4,377.7
Yen japonés	40.5	78.5	128.0	231.9	478.9	706.0	1,247.4	1,957.4	2,695.9
Marco alemán	31.6	56.5	84.6	193.4	263.4	344.4	629.7	911.7	1,438.9
Libra esterlina	29.7	52.3	100.4	242.1	253.5	294.8	437.1	674.0	654.0
Otros	39.5	94.8	195.8	371.5	563.3	745.4	1,406.1	2,012.4	2,250.2
Swaps sobre dinero	865.7	1,329.9	1,951.6	2,889.2	3,872.4	4,711.3	7,077.0	9,730.6	14,008.2
<i>Todas las contrapartes</i>	182.9	319.6	449.1	577.6	807.3	860.5	899.7	915.0	1,197.5
USD	81.3	134.7	177.1	214.2	292.2	309.0	320.1	321.6	418.9
Yen japonés	29.9	65.5	100.6	122.4	180.1	164.3	158.6	170.0	200.0
Marco alemán	10.7	17.0	26.9	36.2	47.6	53.4	69.7	77.0	119.0
Libra esterlina	5.3	8.9	16.7	24.5	37.4	40.1	44.2	43.0	45.8
Otros	55.7	93.5	127.8	180.3	250.0	303.7	306.9	303.4	413.8
Total Swaps	865.7	1,329.9	1,951.6	2,889.2	3,872.4	4,711.3	7,077.0	9,730.6	14,008.2
TOTAL DERIVADOS ==>	1,595.6	2,634.7	3,718.7	5,179.9	7,351.5	9,345.8	14,848.3	18,593.6	23,291.0

Swaps sobre tasas de interés	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Todas las contrapartes</i>	19,170.9	22,290.9	22,290.9	43,936.0	48,768.0	51,407.0	8,792.0	10,769.0
USD	5,827.5	6,078.1	6,078.1	43,936.0	48,768.0	51,407.0	8,792.0	10,769.0
Yen japonés	4,441.8	4,313.1	4,313.1					
Marco alemán	2,486.2	3,278.2	3,278.2					
Libra esterlina	1,367.1	1,456.2	1,456.2					
Otros	5,048.3	7,165.3	7,165.3					
Swaps sobre dinero	20,730.5	24,114.5	24,114.5	46,380.0	51,962.0	55,239.0	13,295.0	17,140.0
<i>Todas las contrapartes</i>	1,559.6	1,823.6	1,823.6	2,444.0	3,194.0	3,832.0	4,503.0	6,371.0
USD	559.3	666.9	666.9					
Yen japonés	269.8	266.9	266.9					
Marco alemán	121.5	195.4	195.4					
Libra esterlina	68.6	71.5	71.5					
Otros	540.4	622.9	622.9					
Total Swaps	20,730.5	24,114.5	24,114.5	46,380.0	51,962.0	55,239.0		
TOTAL DERIVADOS ==>	30,748.7	36,517.4	38,046.3	59,901.7	66,264.3	73,002.3	37,110.7	53,879.8

Fuente: Banco Mundial, Enero, 2006. BIS

CUADRO 28A
MEXICO: INDICADORES ECONOMICOS

Año	PIB	Desempleo	Inflación
1990	4.5%	8.3%	29.9%
1991	3.6%	8.3%	18.8%
1992	2.8%	8.7%	11.9%
1993	0.4%	9.3%	8.0%
1994	3.7%	3.7%	7.1%
1995	-6.9%	6.2%	52.0%
1996	5.2%	5.5%	27.7%
1997	7.0%	3.7%	15.7%
1998	4.8%	3.2%	18.3%
1999	3.7%	2.5%	12.3%
2000	6.9%	2.3%	9.0%
2001	-0.3%	2.5%	4.4%
2002	0.9%	2.7%	5.5%
2003	1.3%	3.2%	4.4%
2004	4.4%	3.8%	3.9%

Fuente: INEGI, Banco de México.

CUADRO 29A
MEXICO: EVOLUCION Y PROYECCION DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL Y DE EQUILIBRIO
Y MARGEN DE SOBRE-SUBVALUACION (1976-2005)

AÑO	INDICE PRECIOS MEXICO	INDICE PRECIOS E.U.	RELACION MEX/E.U.	PARIDAD EQUILIBRIO	PARIDAD PPA	RELACION MEX/E.U.	MARGEN DE VALUACION	SALDO CTA. CORRIENTE	VARIACION RESERVAS	CUENTA DE CAPITAL
1976	100.00	100.00	1.00	20.00	0.0200	0.0%	0.0%	-3.630.3	-131.4	6.739
1977	120.70	106.50	1.13	22.67	0.0227	13.3%	-1.4%	-1.596.4	-434.9	2.959
1978	116.20	109.00	1.07	24.16	0.0242	6.6%	5.2%	-2.692.0	-81.6	3.369
1979	120.00	113.39	1.06	25.59	0.0256	5.9%	11.2%	-4.856.4	-665.4	6.756
1980	129.30	112.59	1.15	25.41	0.0294	14.9%	25.1%	-6.760.8	4936.6	11.442
1981	128.70	105.90	1.18	34.76	0.0348	16.2%	31.6%	-12.544.3	4792.6	26.357
1982	198.80	103.80	1.92	66.58	0.0666	91.5%	-55.6%	-4.575.5	-1657.6	9.753
1983	180.80	103.80	1.74	115.97	0.1160	74.2%	-26.5%	5.323.8	3025.4	-1.352
1984	159.20	103.90	1.53	177.69	0.1777	53.2%	-15.7%	4.236.5	3353.1	156
1985	163.70	103.80	1.58	280.23	0.2802	57.7%	-37.7%	715.9	-2946.8	-1.810
1986	205.70	101.00	2.04	570.73	0.5707	103.7%	-38.0%	-1.770.5	965.0	1.637
1987	259.20	104.40	2.48	1,416.97	1.4170	148.3%	-40.3%	3,820.2	6,924.4	-576
1988	151.70	104.40	1.45	2,058.95	2,0590	45.3%	-11.6%	-2,922.1	-7,127.0	-1,448
1989	119.70	105.00	1.14	2,347.21	2,3472	14.0%	-12.8%	-6,065.3	271.5	3,037
1990	129.90	106.11	1.22	2,873.46	2,8735	22.4%	-2.5%	-7,113.9	3,414.3	8,164
1991	118.80	103.10	1.15	3,311.02	3,3110	15.2%	6.9%	-13,789.0	7,621.5	24,934
1992	111.90	102.90	1.09	3,600.62	3,6006	8.7%	13.8%	-20,292.1	1,161.4	26,573
1993	108.00	102.80	1.05	3,782.7	3,7827	5.1%	21.7%	-23,681.4	5,965.0	32,485
1994	107.08	102.67	1.04	3,945.2	3,9452	4.3%	-20.1%	-29,969.3	-16,369.0	14,564
1995	152.21	102.53	1.48	5,856.8	5,8568	48.5%	-24.3%	-1,577.0	9,593.0	15,406
1996	127.92	103.35	1.24	7,249.1	7,2491	23.8%	-7.7%	-2,330.0	1,768.0	4,069
1997	115.72	101.71	1.14	8,247.2	8,2472	13.8%	2.3%	-7,665.0	10,511.8	15,763
1998	118.27	101.41	1.17	9,618.2	9,6182	16.6%	-3.2%	-16,072.4	2,138.5	17,492
1999	112.32	102.73	1.09	10,515.9	10,5159	9.3%	10.4%	-14,012.3	592.2	13,909
2000	108.95	103.45	1.05	11,075.2	11,0752	5.3%	15.2%	-18,186.3	2,824.2	18,641
2001	104.39	101.51	1.03	11,389.9	11,3899	2.8%	24.2%	-18,175.2	7,325.0	26,363
2002	105.48	102.53	1.03	11,717.4	11,7174	2.9%	13.1%	-13,791.7	7,089.7	22,941
2003	103.98	101.71	1.02	11,978.5	11,9785	2.2%	7.0%	-8,740.8	9,437.7	18,113
2004	105.19	103.31	1.02	12,196.8	12,1968	1.8%	9.4%	-7,438.5	481.1	10,404
2005	104.48	103.07	1.01	12,363.8	12,3638	1.4%	7.7%	-11,590.8	-939.5	14,349

CUADRO 30A

MEXICO: PRINCIPALES INDICADORES DE POLITICA MONETARIA, 1994-1997

MES	INFLACION			TASAS DE INTERES					TIPO DE CAMBIO		
	(1) TASA MEN PRECIOS (%)	(2) INDICE ACUMULADO (DIC/DIC)	(2*) INDICE ACUMULADO (MISMO MES)	(3) ANUAL (CETES/28) (%)	(4) = (3/12) NOMINALES (%)	(5) = (4-1) INT. REAL (nom-Inflacion) (%)	(5*) REALES (%)	(6) (Tesobonos) (\$/USD)	(7) = (T-1) DESLIZ/MES (\$/USD)	(8) = (VAR % (6)) VAR % T. DE C.	
Ene-94	0.80	100.80	9.8	10.40	0.87	0.07%	0.75	3.1055	-0.3242	-0.1%	
Feb	0.50	101.30	6.0	8.81	0.73	0.23%	2.65%	3.2113	0.1054	3.4%	
Mar	0.53	101.84	6.4	11.63	0.97	0.44%	4.95%	3.3500	0.1367	4.3%	
Abr	0.53	102.38	6.4	16.25	1.35	0.82%	9.30%	3.2763	-0.0737	-2.2%	
May	0.50	102.89	6.0	16.50	1.38	0.87%	9.91%	3.3276	0.0513	1.6%	
Jun	0.50	103.41	6.0	15.84	1.32	0.82%	9.28%	3.3865	0.0589	1.8%	
Jul	0.40	103.82	4.8	17.19	1.43	1.03%	11.82%	3.4006	0.0141	0.4%	
Ago	0.50	104.34	6.0	14.00	1.17	0.66%	7.55%	3.3815	-0.0191	-0.6%	
Sep	0.77	105.07	8.4	13.10	1.09	0.39%	4.34%	3.3962	0.0165	0.5%	
Oct	0.50	105.60	6.0	14.10	1.19	0.67%	7.64%	3.4360	0.0380	1.1%	
Nov	0.50	106.12	6.0	13.39	1.12	0.61%	6.97%	3.4411	0.0051	0.1%	
Dic	0.90	107.08	10.80	31.00	2.58	1.67%	16.23%	4.9400	1.4989	43.6%	
Ene-95	3.76	103.76	10.2	37.25	3.10	-0.63%	24.52%	6.5000	1.5600	31.6%	
Feb	4.24	108.16	14.3	41.69	3.47	-0.73%	23.94%	6.0775	-0.4225	-6.5%	
Mar	5.90	114.54	20.4	69.54	5.80	-0.10%	40.78%	6.7800	0.7025	11.6%	
Abr	7.96	123.66	29.3	74.75	6.23	-1.60%	35.12%	6.0517	-0.7283	-10.7%	
May	4.18	128.83	34.1	59.17	4.93	0.72%	18.72%	6.2600	0.2083	3.4%	
Jun	3.17	132.91	37.6	47.25	3.94	0.74%	6.99%	6.2621	0.0021	0.0%	
Jul	2.04	135.62	39.9	40.94	3.41	1.34%	0.76%	6.1057	-0.1569	-2.5%	
Ago	1.66	137.87	41.5	35.14	2.93	1.25%	-4.49%	6.2800	0.1748	2.9%	
Sep	2.07	140.73	43.4	33.46	2.79	0.70%	-6.94%	6.3848	0.1048	1.7%	
Oct	2.06	143.63	45.6	40.29	3.36	1.27%	-3.68%	6.9342	0.5494	8.6%	
Nov	2.47	147.17	48.5	53.16	4.43	1.91%	3.14%	7.4775	0.5433	7.8%	
Dic	3.26	151.97	51.97	48.62	4.05	0.77%	-2.21%	7.7396	0.2621	3.5%	
Ene-96	3.59	103.59	51.7	40.99	3.42	-0.17%	-7.07%	7.3699	-0.3697	-4.8%	
Feb	2.33	106.00	48.9	38.58	3.22	0.86%	-6.96%	7.5573	0.1874	2.5%	
Mar	2.20	108.34	43.7	41.45	3.45	1.23%	-1.59%	7.5375	-0.0196	-0.3%	
Abr	2.84	111.41	36.9	30.60	2.55	-0.28%	-4.62%	7.4042	-0.1333	-1.8%	
May	1.82	113.44	33.8	28.31	2.36	0.53%	-4.12%	7.4367	0.0325	0.4%	
Jun	1.63	115.29	31.8	27.69	2.31	0.67%	-3.14%	7.5814	0.1447	1.9%	
Jul	1.42	116.93	31.0	30.90	2.58	1.14%	-0.09%	7.5713	-0.0101	-0.1%	
Ago	1.33	118.48	30.6	26.43	2.20	0.86%	-3.19%	7.5205	-0.0508	-0.7%	
Sep	1.60	120.38	30.0	23.94	2.00	0.39%	-4.66%	7.5338	0.0133	0.2%	
Oct	1.25	121.88	29.0	25.28	2.11	0.85%	-3.86%	7.9883	0.4545	6.0%	
Nov	1.52	123.75	27.8	29.57	2.46	0.93%	-3.11%	7.8858	-0.1025	-1.3%	
Dic	3.20	127.57	27.69	27.23	2.27	-0.90%	-0.26%	7.8557	-0.0301	-0.4%	
Ene-97	2.57	102.57	26.4	23.95	2.00	-0.56%	-1.97%	7.8409	-0.0148	-0.2%	
Feb	1.68	104.25	25.6	23.17	1.93	0.25%	-1.96%	7.8358	-0.0051	-0.1%	
Mar	1.24	105.55	24.5	21.70	1.81	0.56%	-2.21%	7.9126	0.0768	1.0%	
Abr	1.08	106.73	22.3	20.23	1.69	0.60%	-1.71%	7.9743	0.0617	0.8%	
May	0.91	107.70	21.2	18.50	1.54	0.63%	-2.25%	7.9082	-0.0661	-0.8%	
Jun	0.89	108.66	20.3	20.13	1.68	0.78%	-0.18%	7.9517	0.0435	0.6%	
Jul	0.87	109.60	19.7	18.94	1.58	0.70%	-0.63%	7.7658	-0.1859	-2.3%	
Ago	0.89	110.58	19.2	18.75	1.56	0.67%	-0.36%	7.7853	0.0195	0.3%	
Sep	1.25	111.96	18.8	17.55	1.47	0.21%	-0.99%	7.8158	0.0305	0.4%	
Oct	0.80	112.86	18.2	17.53	1.46	0.66%	-0.60%	8.3433	0.5275	6.7%	
Nov	1.12	114.12	17.8	20.24	1.69	0.56%	2.10%	8.2135	-0.1298	-1.6%	
Dic	1.40	115.72	15.72	18.87	1.57	0.17%	2.72%	8.0640	-0.1495	-1.8%	

CUADRO 31A

MEXICO: PRINCIPALES INDICADORES DE POLÍTICA MONETARIA, 1998-2001

MES	INFLACION			TASAS DE INTERES				TIPO DE CAMBIO		
	(1) TASA MEN PRECIOS (%)	(2) INDICE ACUMULADO (DICI/DICI)	(2") INDICE ACUMULADO (MISMO MES)	(3) ANUAL (CETES/28) (%)	(4) = (3 / 12) NOMINALES MENSUAL (%)	(5) = (4 - 1) INT. REAL (nom-inflacion) (%)	(5") REALES ANUAL (%)	(6) (Pesobonos) (\$USD)	(7) = (1 - 1) DESVAL/MES (\$USD)	(8) = (VAR % (6)) VAR % T. DE C
Ene-98	2.18	102.15	15.26	17.93	1.49	-0.67%	2.30%	9.4640	-0.4301	5.0%
Feb	1.75	103.97	15.36	18.54	1.55	-0.20%	2.78%	9.5583	0.0940	-1.1%
Mar	1.17	105.18	15.28	20.34	1.70	0.52%	4.39%	9.6355	-0.0300	-0.3%
Abr	0.94	106.17	15.12	19.11	1.59	0.65%	5.47%	9.6025	-0.0324	-0.4%
May	0.80	107.02	14.99	17.89	1.49	0.69%	2.52%	9.5164	0.2133	2.2%
Jun	1.18	108.29	15.32	19.54	1.63	0.44%	3.66%	9.2028	0.2064	0.3%
Jul	0.96	109.33	15.42	20.25	1.69	0.72%	4.18%	9.6005	-0.1220	-1.4%
Ago	0.96	110.57	15.50	22.35	1.87	0.90%	5.95%	10.0275	1.4287	10.7%
Sep	1.62	112.16	15.93	37.19	3.10	1.46%	16.34%	10.1119	0.0844	0.8%
Oct	1.43	113.77	16.65	35.00	2.92	1.47%	15.73%	10.2105	-0.1079	-1.1%
Nov	1.48	115.45	17.07	32.19	2.65	1.18%	12.80%	9.9677	-0.2500	-0.9%
Dic	2.44	118.27	18.27	35.05	2.92	0.47%	14.19%	9.9395	-0.0281	-0.3%
Ene-99	2.55	102.55	18.67	31.73	2.64	0.11%	11.00%	10.1752	0.2357	2.4%
Feb	1.34	103.90	18.15	28.98	2.42	1.06%	9.13%	9.9636	-0.1916	-1.9%
Mar	0.93	104.87	17.91	23.87	1.99	1.05%	5.05%	9.5376	-0.4460	-4.5%
Abr	0.92	105.84	17.89	20.55	1.71	0.79%	2.26%	9.2632	-0.2743	-2.9%
May	0.60	106.47	17.66	19.89	1.66	1.05%	1.90%	9.7833	0.5200	5.6%
Jun	0.66	107.17	17.05	21.02	1.75	1.04%	3.39%	9.4165	-0.3668	-3.7%
Jul	0.66	107.88	16.70	19.74	1.64	0.98%	2.80%	9.4280	0.0095	0.1%
Ago	0.56	108.48	16.24	20.49	1.71	1.14%	3.66%	9.4095	-0.1665	-0.2%
Sep	0.97	109.54	15.50	19.67	1.64	0.66%	3.62%	9.2565	-0.2530	-0.6%
Oct	0.63	110.23	14.55	18.10	1.51	0.87%	3.07%	9.6357	0.2792	3.0%
Nov	0.77	111.08	13.79	16.97	1.41	0.64%	2.80%	9.2945	-0.3412	-3.5%
Dic	1.12	112.32	12.32	16.42	1.37	0.25%	3.85%	9.5222	0.2277	2.4%
Ene-00	1.34	101.34	11.02	16.21	1.35	0.01%	4.68%	9.5727	0.0505	0.5%
Feb	0.95	102.24	10.52	15.78	1.31	0.42%	4.75%	9.4330	-0.1397	-1.5%
Mar	0.56	102.80	10.11	13.70	1.14	0.59%	3.26%	9.2015	-0.1315	-1.4%
Abr	0.57	103.39	9.72	12.91	1.08	0.50%	2.90%	9.4521	0.1506	1.6%
May	0.37	103.77	9.47	14.22	1.18	0.81%	4.33%	9.5160	0.0639	0.7%
Jun	0.59	104.39	9.40	15.53	1.29	0.70%	5.61%	9.9003	0.3843	4.0%
Jul	0.39	104.79	9.10	14.32	1.19	0.90%	4.79%	9.3575	-0.5425	-5.5%
Ago	0.55	105.37	9.09	15.26	1.27	0.72%	5.65%	9.2105	-0.1470	-1.6%
Sep	0.73	106.14	8.83	15.05	1.25	0.52%	5.71%	9.4290	0.2182	2.4%
Oct	0.69	106.87	8.90	15.87	1.32	0.63%	6.40%	9.5995	0.1705	1.8%
Nov	0.86	107.79	9.00	17.52	1.46	0.59%	7.82%	9.3973	-0.2022	-2.1%
Dic	1.08	108.95	8.95	17.17	1.43	0.35%	7.54%	9.6096	0.2125	2.3%
Ene-01	0.55	100.55	6.10	17.87	1.49	0.93%	9.04%	9.6692	0.0594	0.6%
Feb	-0.07	100.48	7.08	17.19	1.43	1.50%	9.45%	9.6827	0.0135	0.1%
Mar	0.63	101.11	7.16	15.83	1.32	0.69%	8.09%	9.5203	-0.1624	-1.7%
Abr	0.50	101.62	7.09	14.99	1.25	0.75%	7.38%	9.3049	-0.2154	-2.3%
May	0.23	101.85	6.94	12.11	1.01	0.78%	4.84%	9.1653	-0.1396	-1.5%
Jun	0.24	102.10	6.56	9.64	0.80	0.56%	2.89%	9.0900	-0.0753	-0.8%
Jul	-0.26	101.83	5.87	9.32	0.78	1.04%	3.26%	9.1472	0.0572	0.6%
Ago	0.59	102.43	5.92	7.47	0.62	0.03%	1.47%	9.1692	0.0220	0.24%
Sep	0.93	103.38	6.13	9.10	0.76	-0.17%	2.80%	9.5098	0.3406	3.7%
Oct	0.45	103.85	5.87	8.34	0.70	0.24%	2.33%	9.2682	-0.2416	-2.5%
Nov	0.38	104.24	5.37	7.47	0.62	0.24%	1.99%	9.2815	0.0133	0.1%
Dic	0.14	104.39	4.39	6.35	0.53	0.39%	1.88%	9.1692	-0.1123	-1.21%

CUADRO 32A

MEXICO: PRINCIPALES INDICADORES DE POLITICA MONETARIA, 2002-2004

MES	INFLACION			TASAS DE INTERES				TIPO DE CAMBIO		
	(1) TASA MEN PRECIOS (%)	(2) INDICE ACUMULADO (D/C/D/C)	(2*) INDICE ACUMULADO (MISMO MES)	(3) ANUAL (CETES/28) (%)	(4) = (3 / 12) NOMINALES MENSUALES (%)	(5) = (4 - 1) INT. REAL (nom-inflacion) (%)	(5*) REALES ANUAL (%)	(6) (Tesobonos) (\$/USD)	(7) = (T - 1) DES/LI Z/MES (\$/USD)	(8) = (VAR % (6)) VAR % T. DE C.
Ene-02	0.92	100.92	4.77	6.66	0.57	-0.33%	1.99%	9.1974	0.3232	0.3%
Feb	-0.06	100.86	4.78	7.99	0.67	0.73%	3.06%	9.0919	-0.1031	-1.1%
Mar	0.51	101.37	4.66	7.23	0.60	0.09%	2.46%	9.0243	-0.0676	-0.7%
Abr	0.55	101.93	4.71	5.82	0.48	-0.06%	1.06%	9.3542	0.3296	3.7%
May	2.20	102.14	4.68	6.58	0.55	0.35%	1.62%	9.7146	0.3636	3.9%
Jun	0.49	102.64	4.94	7.23	0.60	0.11%	2.16%	9.9615	0.2467	2.5%
Jul	0.29	102.93	5.52	7.35	0.61	0.32%	1.74%	9.6944	-0.2671	-2.7%
Ago	0.38	103.32	5.30	6.68	0.56	0.18%	1.31%	9.9193	0.2349	2.3%
Sep	0.60	103.94	4.96	7.30	0.61	0.01%	2.23%	10.1767	0.2574	2.6%
Oct	0.44	104.40	4.95	7.67	0.64	0.26%	2.60%	10.2263	0.0496	0.5%
Nov	0.81	105.25	5.39	7.36	0.61	-0.20%	1.86%	10.1065	-0.1198	-1.2%
Dic	0.22	105.48	5.48	6.78	0.57	0.35%	1.24%	10.3613	0.2548	2.5%
Ene-03	0.40	100.40	4.90	6.80	0.57	0.17%	1.77%	10.8636	0.3023	2.8%
Feb	0.28	100.66	5.29	7.22	0.60	0.32%	1.94%	11.0333	0.1697	1.6%
Mar	0.63	101.32	5.42	9.12	0.76	0.13%	3.52%	10.6698	-0.3635	-3.3%
Abr	0.17	101.49	5.02	8.05	0.67	0.50%	2.89%	10.3450	-0.3248	-3.0%
May	-0.12	101.16	4.47	5.18	0.43	0.75%	0.67%	10.3295	-0.0245	-0.2%
Jun	0.08	101.24	4.05	5.18	0.43	0.35%	1.09%	10.4176	0.0971	0.9%
Jul	0.14	101.39	3.99	4.63	0.39	0.25%	0.71%	10.4870	0.0694	0.7%
Ago	0.30	101.69	3.81	4.40	0.37	0.07%	0.57%	10.9806	0.4936	4.7%
Sep	0.60	102.30	3.81	4.72	0.39	-0.21%	0.86%	11.0416	0.0640	0.6%
Oct	0.37	102.68	3.74	5.16	0.43	0.06%	1.37%	11.1958	0.0612	0.6%
Nov	0.83	103.53	3.76	4.95	0.41	-0.41%	1.15%	11.3385	0.2327	2.1%
Dic	0.43	103.98	3.98	5.98	0.50	0.07%	1.82%	11.1998	0.2192	1.2%
Ene-04	0.62	100.62	4.20	5.14	0.43	-0.19%	0.90%	11.0843	-0.1155	-1.0%
Feb	0.60	101.22	4.54	5.49	0.46	-0.14%	0.91%	11.0715	-0.0128	-0.1%
Mar	0.34	101.57	4.23	6.26	0.52	0.18%	1.94%	11.2103	0.1388	1.3%
Abr	0.15	101.72	4.21	5.97	0.50	0.35%	1.69%	11.4068	0.1965	1.8%
May	-0.25	101.47	4.29	6.54	0.54	0.80%	2.16%	11.4128	0.0060	0.1%
Jun	0.16	101.63	4.37	6.59	0.55	0.36%	2.12%	11.5297	0.1169	1.0%
Jul	0.26	101.89	4.56	6.79	0.57	0.39%	2.19%	11.4302	-0.0995	-0.9%
Ago	0.62	102.52	4.82	7.21	0.60	-0.01%	2.28%	11.4231	-0.0071	-0.06%
Sep	0.83	103.37	5.06	7.34	0.61	-0.22%	2.16%	11.4288	0.0057	0.0%
Oct	0.69	104.08	5.40	7.73	0.64	-0.05%	2.21%	11.5293	0.1005	0.9%
Nov	0.85	104.97	5.42	8.21	0.68	-0.16%	2.64%	11.2660	-0.2633	-2.3%
Dic	0.21	105.19	5.19	8.52	0.71	0.50%	3.16%	11.1500	-0.2731	-1.0%

Fuente: Infiacor, Banco de México; tasas de interés, información demográfica base62 en Banco de México; Tipo de cambio: Data Oficial.

CUADRO 33A

EMISORAS INSCRITAS EN EL MERCADO ACCIONARIO

Emisoras	1999	2000	2001	2002	2003
Ind. Com. y de Serv.	144	139	137	137	135
Inst. financieras	42	34	31	29	25
Extractivas	1	1	1	1	2
Transportes	2	2	2	2	9
Soc. de inversión	321	344	377	390	401
Otras	21	20	15	14	78
TOTAL	531	540	563	573	650

Fuente: BMV.

CUADRO 34A

SERIES INSCRITAS EN EL MERCADO ACCIONARIO

Emisoras	1999	2000	2001	2002	2003
Ind. Com. y de Serv.	254	203	201	225	216
Inst. financieras	80	53	45	47	43
Extractivas	1	1	1	1	2
Transportes	2	2	2	2	9
Soc. de inversión	667	710	777	797	895
Otras	17	15	12	12	69
TOTAL	1,021	984	1,038	1,084	1,234

Fuente: BMV.

CUADRO 35A

VOLUMEN OPERADO DE PRINCIPALES SERIES DE ACCIONES, 1996-2003

(Millones de acciones)

Emisora Serie	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	2,003	1,914	4,485	3,780	2,384	2,556
ALFA A	313	416	504	426	446	355
FEMSA B	418	453	327	285	238	254
GCARSO A1	321	373	323	237	1,114	69
CEMEX B	358	281	0	0	0	0
CEMEX CPO	490	620	657	796	521	482
CIFRA V	862	618	0	0	0	0
KIMBER A	352	350	331	283	200	208
BANACCI B	824	665	798	6,873	0	0
CIFRA C	711	445	0	0	0	0
CRISOBA*	0	0	0	0	0	0
CINTRA A	58	19	40	0	5	0
MODERNA A	0	17	0	0	0	0
GFB B	0	5,103	4,595	1,828	1,686	2,450
EMPREXB	268	0	0	0	0	0
WALMEX V	0	0	1,191	916	873	902
NGMEXIC B	0	0	708	0	0	0
TELECOM A1	0	0	827	652	528	344
AMX L	72	301	40	4,287	4,034	2,544
TLEVISA CPO	42	48	485	736	752	837
GMODELO C	134	264	304	349	453	471
GFNORTE O	148	115	192	227	224	202
TVAZTCA CPO	322	499	1,078	1,393	1,872	891
Subtotal	7,695	12,701	16,886	23,869	15,309	12,566
Otras emisoras	11,164	11,675	7,335	6,854	7,432	6,789
T O T A L	18,859	24,376	24,221	30,723	22,741	19,354

Fuente: BMV

CUADRO 36A

PRECIO POR ACCIÓN DE PRINCIPALES SERIES, 1996-2003

(Dólares por acción)

Emisora	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	2.44	3.66	2.85	1.81	1.70	1.56
ALFA A	4.36	3.88	2.76	1.28	1.69	2.03
FEMSA B	4.31	3.30	4.13	3.49	4.03	3.66
GCARSO A1	4.39	4.08	3.64	2.45	0.78	2.88
CEMEX B	3.98	4.03	0.00	0.00	0.00	0.00
CEMEX CPO	3.32	4.30	4.50	4.77	5.15	4.56
CIFRA V	1.50	1.64	0.00	0.00	0.00	0.00
KIMBER A	3.47	3.43	3.02	2.71	2.76	2.38
BANACCI B	1.75	2.37	3.30	2.56	0.00	0.00
CIFRA C	1.49	1.58	0.00	0.00	0.00	0.00
CINTRA A	0.75	0.46	0.54	0.00	0.41	0.18
GFB B	0.00	0.33	0.52	0.80	0.98	0.84
WALMEX V	0.00	0.00	2.25	2.44	2.81	2.67
TELECOM A1	0.00	0.00	2.89	2.08	1.67	1.17
AMX L	3.10	0.26	1.90	0.89	0.82	0.95
TLEVISA CPO	14.15	19.83	3.49	1.93	1.77	1.63
GMODELO C	4.68	2.55	2.39	2.45	2.49	2.29
GFNORTE O	0.94	1.37	1.38	1.82	2.36	2.78
TVAZTCA CPO	1.12	0.38	0.75	0.42	0.43	0.41
Subtotal	2.75	1.89	2.20	1.84	1.43	1.53
Otras emisoras	0.84	0.91	1.12	1.21	1.07	0.65
T O T A L	1.62	1.42	1.87	1.70	1.31	1.22

Fuente: BMV

CUADRO 37A

VOLUMEN DE ACCIONES NEGOCIADAS POR OPERACION DE PRINCIPALES EMISORAS, 1998-2003

(acciones)

Emisora	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	49,239	28,617	36,745	44,445	33,320	32,367
ALFA A	10,629	9,203	9,771	11,403	10,204	9,842
FEMSA B	9,226	8,969	9,336	8,141	7,136	6,575
GCARSO A1	8,116	6,865	8,004	1,537,738	30,846	5,960
CEMEX B	11,829	11,410	0	0	0	0
CEMEX CPO	19,322	11,364	11,619	15,379	9,716	6,053
CIFRA V	20,761	19,406	0	0	0	0
KIMBER A	9,565	7,713	9,425	13,669	9,777	13,249
BANACCI B	19,322	15,236	11,593	114,659	0	0
CIFRA C	21,932	16,957	0	0	0	0
CINTRA A	16,271	14,255	76,491	0	17,863	1,667
GFB B	0	52,837	51,719	33,792	30,308	30,717
WALMEX V	0	0	18,722	12,458	10,927	11,431
TELECOM A1	0	0	12,155	14,200	14,760	16,383
AMX L	7,953	1,094,549	6,749	38,721	33,781	30,865
TLEVISA CPO	5,413	4,170	9,488	12,494	12,172	12,825
GMODELO C	6,552	7,939	9,997	9,895	10,913	11,901
GFNORTE O	14,154	9,763	10,209	10,851	9,386	8,188
TVAZTCA CPO	23,115	23,296	22,174	27,135	34,107	29,882
Subtotal	780,873	1,355,711	371,452	1,905,980	274,917	230,105
Otras emisoras	42,536,667	1,092,992,717	83,203,211	321,459,510	604,083,110	980,489,995
T O T A L	43,317,540	1,094,348,428	83,574,663	323,365,490	604,358,027	980,720,100

Fuente: BMV

CUADRO 38A

VOLUMEN TOTAL DE ACCIONES NEGOCIADAS POR PRINCIPALES EMISORAS, 1998-2003

(acciones)

Emisora	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	2,002,934,102	1,913,996,250	4,484,667,085	3,780,193,011	2,354,077,523	2,556,063,021
ALFA A	312,913,933	415,543,499	503,683,757	426,031,266	446,302,612	354,840,414
FEMSA B	418,351,694	452,727,530	327,168,039	285,220,659	237,975,184	254,402,086
GCARSO A1	320,530,826	373,258,957	323,003,102	236,811,656	1,114,112,282	69,293,363
CEMEX B	357,870,030	281,423,326	0	0	0	0
CEMEX CPO	489,700,947	620,312,853	656,654,588	796,123,344	521,014,269	481,932,336
CIFRA V	862,002,552	818,166,655	0	0	0	0
KIMBER A	352,458,901	350,418,976	330,503,152	283,269,104	199,851,137	208,386,424
BANACCI B	823,904,632	664,938,926	798,085,065	6,873,458,052	0	0
CIFRA C	711,190,041	445,080,427	0	0	0	0
CINTRA A	57,551,132	19,115,152	40,081,295	0	4,733,724	166,140
GFB B	0	5,102,927,421	4,594,888,320	2,627,873,493	1,685,937,605	2,449,620,187
WALMEX V	0	0	1,191,462,238	915,515,797	872,956,619	901,717,682
TELECOM A1	0	0	827,387,661	652,306,024	528,065,022	343,882,745
AMX L	71,708,371	301,001,220	39,899,160	4,286,901,898	4,034,016,657	2,544,257,864
TLEVISA CPO	41,600,929	47,713,345	485,408,047	736,486,215	751,683,936	836,794,388
GMODELO C	133,873,533	264,008,600	304,233,782	348,718,401	452,965,087	471,436,704
GFNORTE O	147,931,133	114,774,188	191,938,319	227,401,882	223,654,473	201,918,039
TVAZTCA CPO	322,258,590	499,181,496	1,078,427,508	1,392,611,117	1,871,664,016	890,868,873
Subtotal	7,694,666,832	12,701,411,047	16,885,635,364	23,868,941,919	15,309,010,346	12,565,580,286
Otras emisoras	11,164,024,538	11,674,794,679	7,335,444,019	6,854,051,770	7,432,066,126	6,788,631,742
T O T A L	18,858,691,370	24,376,205,626	24,221,079,383	30,722,993,689	22,741,076,472	19,354,212,028

Fuente: BMV

CUADRO 39A

VOLUMEN TOTAL DE ACCIONES EN CIRCULACIÓN POR PRINCIPALES EMISORAS, 1998-2003

(acciones)

Emisora	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TEL.MEX L	5,351,316,966	5,125,696,085	10,418,630,998	106,867,659,617	8,350,130,358	7,702,204,733
ALFA A	591,858,220	589,295,220	599,319,000	7,105,255,200	586,379,200	563,548,200
FEMSA B	648,699,590	648,699,590	642,722,590	7,678,711,080	639,892,590	636,952,590
GCARSO A1	904,507,000	900,000,000	895,500,000	800,019,659	4,545,537,342	837,485,000
CEMEX B	422,401,560	136,580,761	0	0	0	0
CEMEX CPO	456,612,105	1,342,008,914	1,420,634,468	17,559,345,992	1,563,712,885	1,711,924,408
CIFRA V	3,970,461,724	3,909,124,724	0	0	0	0
KIMBER A	709,739,990	674,776,341	654,884,341	7,725,352,932	626,529,875	617,773,375
BANACCI B	723,729,987	1,402,440,468	4,710,911,338	37,678,402,613	0	0
CIFRA C	686,612,276	627,858,374	0	0	0	0
CINTRA A	992,410,436	992,410,436	992,410,436	0	992,410,436	992,410,436
GFB B	0	4,883,825,518	8,039,660,381	106,395,704,935	4,545,537,342	4,545,537,342
WALMEX V	0	0	3,909,124,724	46,909,496,688	3,909,124,724	3,909,124,724
TELECOM A1	0	0	3,823,723,728	45,233,518,496	3,707,590,800	3,632,166,500
AMX L	243,756,094	253,830,251	243,756,094	102,954,230,072	8,842,099,508	8,768,740,708
TLEVISA CPO	227,115,000	225,702,600	2,238,533,000	26,862,396,000	2,271,149,196	2,240,095,096
GMODELO C	650,351,920	650,351,920	650,351,920	7,804,223,040	650,351,920	650,351,920
GFNORTE O	224,117,564	464,938,544	485,838,948	5,950,411,336	499,926,124	504,576,867
TVAZTCA CPO	1,727,167,964	2,142,227,405	2,164,941,333	26,234,265,330	2,198,495,159	2,232,633,211
Subtotal	19,072,238,396	25,440,359,085	42,519,808,314	555,773,992,990	43,932,867,459	39,572,476,130
Otras emisoras	52,859,139,519	62,405,322,249	49,582,282,657	469,131,294,242	57,144,742,018	44,745,772,636
TOTAL	71,931,377,915	87,845,681,334	92,102,090,971	1,024,905,287,232	101,077,609,477	84,318,248,766

Fuente: BMV

CUADRO 40A

PARTICIPACIÓN DE ACCIONES NEGOCIADAS EN ACCIONES EN CIRCULACIÓN, 1998-2003

(proporción %)

Emisora	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TEL.MEX L	37.4	37.3	43.0	3.5	28.3	33.2
ALFA A	52.9	70.5	84.0	6.0	75.9	61.1
FEMSA B	64.5	69.8	50.9	3.7	37.2	39.8
GCARSO A1	35.4	41.5	36.1	29.4	24.5	8.3
CEMEX B	84.7	206.0	—	—	—	—
CEMEX CPO	107.2	46.2	46.2	4.5	33.3	28.2
CIFRA V	21.7	20.9	—	—	—	—
KIMBER A	49.7	51.9	50.5	3.7	31.9	33.7
BANACCI B	113.8	47.4	16.9	18.2	—	—
CIFRA C	103.6	70.9	—	—	—	—
CINTRA A	5.8	1.9	4.0	—	0.5	0.0
GFB B	—	104.5	57.2	2.5	37.1	53.9
WALMEX V	—	—	30.5	2.0	22.3	23.1
TELECOM A1	—	—	21.6	1.4	14.2	9.5
AMX L	29.4	118.6	16.4	4.2	45.6	29.0
TLEVISA CPO	18.3	21.1	21.7	2.7	33.1	37.4
GMODELO C	20.6	40.6	46.8	4.5	69.6	72.5
GFNORTE O	68.0	24.7	39.5	3.8	44.7	40.0
TVAZTCA CPO	18.7	23.3	49.8	5.3	85.1	39.9
Subtotal	40.3	49.9	39.7	4.3	34.8	31.8
Otras emisoras	21.1	18.7	14.8	1.5	13.0	15.2
TOTAL	26.2	27.7	26.3	3.0	22.5	23.0

Fuente: BMV

CUADRO 41A
VALOR DE CAPITALIZACIÓN DE PRINCIPALES SERIES
EN EL MERCADO BURSÁTIL

(Millones de pesos)

Emisora-Serie	1999	2000	2001	2002	2003
TELMEX L	271.662	225.042	135.685	139.063	143.421
TLEVISA CPO	72.225	48.576	43.428	32.773	50.201
TELECOM A1	84.378	70.357	74.394	42.971	56.953
WALMEX V	0	74.664	97.728	92.294	125.209
CEMEX CPO	71.126	49.374	68.910	70.273	100.576
TLEVISA A	50.294	50.143	0	11.157	17.325
AMX L	0	0	79.906	66.139	135.640
GFB O	19.340	42.771	77.026	35.955	43.637
GCARSO A1	42.480	21.313	27.153	22.175	33.081
FEMSA UBD	27.440	18.430	19.837	24.271	26.543
GFINBUR O	40.178	37.731	33.527	26.381	36.482
GMEXICO B	29.579	0	5.897	7.494	0
BIMBO A	30.067	19.142	21.284	18.096	24.798
APASCO *	15.702	11.835	10.866	14.813	21.861
PE&OLES *	10.979	2.584	3.736	7.651	20.196
GFNORTE O	6.649	12.902	9.598	12.748	19.678
ALFA A	26.224	7.911	5.978	9.844	19.565
KIMBER A	24.969	17.420	17.620	15.037	17.795
GMODELO C	16.909	16.584	13.339	16.493	17.540
GSANBOR B-1	20.070	12.902	15.674	12.818	16.932
Resto	527.421	425.243	304.331	400.774	453.275
TOTAL	1,387,690	1,164,925	1,065,935	1,079,221	1,380,707

Fuente: BMV

CUADRO 42A
CANCELACION DE EMISORAS EN EL MERCADO ACCIONARIO, 1994-2004
(Causas y peso % en el total del mercado)

EMISORA	ADQUISICIÓN POR UNA SOCIEDAD NACIONAL NO INSCRITA	ADQUISICIÓN POR UNA SOCIEDAD TRANSNACIONAL NO INSCRITA	DECISION DE LOS ACCIONISTAS	LIQUIDACION	TOTAL GENERAL
ABACOGF				0.0302%	0.0302%
ACCO	0.0210%				0.0210%
ACERLA		0.0433%			0.0433%
ACMEX	0.0266%				0.0266%
AFINSA			0.0004%		0.0004%
ALIANZA			0.0232%		0.0232%
ALSA			0.0256%		0.0256%
ASOFIME	0.0053%				0.0053%
ATLAS			0.0153%		0.0153%
AXIS			0.0627%		0.0627%
BANACCI		7.3839%			7.3839%
BANORIE				0.0045%	0.0045%
BANORO	0.0512%				0.0512%
BEROL		0.0364%			0.0364%
BRISAS			0.1156%		0.1156%
CAFSA				0.0088%	0.0088%
CANANEA				0.0014%	0.0014%
CBABACO			0.1115%		0.1115%
CELANES	2.5444%				2.5444%
CIERRES			0.0006%		0.0006%
COFAR	0.0112%				0.0112%
CONFIA	0.3592%				0.3592%
CONSEG	0.0036%				0.0036%
CREMI				0.6792%	0.6792%
DANA		0.0266%			0.0266%
DINA			0.0088%		0.0088%
DUTY	0.0771%				0.0771%
ECATEC				0.0000%	0.0000%
EMVASA		0.0308%			0.0308%
EPN			0.0001%		0.0001%
ERICSON			0.0180%		0.0180%
FERIONI	0.0058%				0.0058%
FIATLAS			0.0034%		0.0034%
GCALIND			0.0517%		0.0517%
GFBITAL		1.6036%			1.6036%
GFCRECE				0.0275%	0.0275%
GREEN	0.0000%				0.0000%
INDETEL	0.0913%				0.0913%
INTENAL		0.0672%			0.0672%
JDEERE		0.0500%			0.0500%
LINDE		0.0073%			0.0073%
LUXOR	0.0047%				0.0047%
MAIZORO	0.0212%				0.0212%
METAVER	0.0235%				0.0235%
MONEX			0.0026%		0.0026%
NALCO		0.0101%			0.0101%
PEPSIGX		0.7985%			0.7985%
POTOSI			0.0000%		0.0000%
SEGCOAM		1.1511%			1.1511%
SEGUCEN		0.0094%			0.0094%
SEGUPRO			0.0013%		0.0013%
SELMEC	0.0077%				0.0077%
SIDEK	0.0081%				0.0081%
SUDISA	0.0017%				0.0017%
TAMSA		0.4763%			0.4763%
TERRITO			0.0007%		0.0007%
TEXEL	0.0410%				0.0410%
TFMEX	0.0000%				0.0000%
TREMEC	0.0118%				0.0118%
UCARBON	0.0320%				0.0320%
VIRREAL	0.0001%				0.0001%
Total general	3.3485%	11.6946%	11.6613%	0.7516%	16.2360%

Fuente: BMV

CUADRO 43A

LAS 10 EMPRESAS PRINCIPALES DE LA LISTA DE FORBES DE LAS 500, 1999

(millones de dólares)

Compañía	Negocio	País	Ingreso	ingreso neto	Activos	valor mercado	Empleados*
1.- General Electric	Electronica	E. U.	100 489	9 296	355 935	331 652	284 5
2.- Citigroup	Seguros	E. U.	76 431	5 807	668 641	149 246	173 7
3.- Bank of America	Banca	E. U.	50 777	3 165	617 679	112 873	176 1
4.- HSBC Group	Banca	Reino Unido	43 310	4 313	484 427	93 917	136 4
5.- DaimlerChrysler	Autos	Alemania	146 472	5 501	154 514	87 219	433 9
6.- Ford Motor	Autos	E. U.	142 666	5 938	237 545	65 118	348 0
7.- Exxon	Energia	E. U.	100 697	6 440	92 630	193 637	79 5
8.- Nippon Tel & Tel	Telecomunicaciones	Japon	75 997	4 708	144 620	159 736	216 5
9.- IBM	Sistemas	E. U.	81 667	6 328	86 100	210 521	280 2
10.- American Int. Group	Seguros	E. U.	33 296	3 766	194 398	141 617	40 0
<i>México figura en la lista</i>							
269.- Telmex	Telecomunicaciones	México	8 564	1 795	15 408	30 260	63 8
362.- G F Bancomer	Banca	México	6 223	98	24 332	1 960	27 9
416.- Citra	Menudeo	México	5 634	304	3 557	8 036	61 1
485.- Cemex	Construcción	México	4 676	670	10 360	6 598	19 8

Fuente: Forbes

* en miles.

CUADRO 44A

VALOR DE MERCADO DE LAS 10

PRINCIPALES EMPRESAS DEL MUNDO, 1999

(miles de millones de dólares)

Empresa	Monto
Microsoft	407.22
General Electric	333.05
IBM	214.81
Exxon	193.92
Royal Dutch/Shell Group	191.32
Wai-Mart Stores	189.55
AT&T	186.55
Intel	180.24
Cisco Systems	174.09
BP Amoco	173.87

Fuente: Business Week (las 1000 empresas a nivel global por capitalización de mercado en 1998).

CUADRO 45A

EMPRESAS LIDERES DE EMISIONES INTERNACIONALES DE DEUDA, 1995

(millones de dólares)

Firma	Monto	No. Emisiones
Merrill Lynch	122.460	596
Morgan Stanley	109.270	505
Salomon Brothers	102.270	293
Deutsche Bank	99.430	540
SCFB	79.730	291
Goldman Sachs	76.130	193
Warburg Dillon Read	74.880	398
J. P. Morgan	69.650	218
Lehman Brothers	68.870	248
Dresdner Kleinwort	55.580	301
T O T A L	858.270	3.583

Fuente: Capital Data Ltd.

CUADRO 46A

RUTA DEL NASDAQ

ACTORES

Fechas clave	Hecho	Emisora	Clave	Capitalización*
8/feb/71	Nace NASDAQ	Cisco Systems	CSCO	555.630
13/mar/86	Se negocia Microsoft	Microsoft	MSFT	541.630
17/jul/95	Cierra en 1.000 pts.	Intel	INTC	476.720
1/nov/99	Dow incluye Intel y Microso	Oracle	ORCL	249.530
9/mar/00	Supera los 5.000 pts.	Sun Microsystems	SUNW	175.788
31/mar/00	Cierra en 4.573 pts.	QUALCOMM	QCOM	109.644
3/abr/00	Pierde 16.33% máximo histórico			2,108.942

Fuente: NASDAQ y BMV.

* En millones de dólares.

CUADRO 47A

PARTICIPACION DEL MERCADO DE DIVISAS POR BANCOS PRINCIPALES, 2001

(Clasificado por part. %)

Colocador	%	Miles de mdd	
J. P. Morgan Chase	9.91%	118.9	
Citigroup	9.74%	116.9	
Deutsche Bank	9.08%	109.0	
Goldman Sachs	7.09%	85.1	
Credit Suisse First Boston (C)	4.10%	49.2	
UBS Warburg	3.55%	42.6	
State Street	2.99%	35.9	
Morgan Stanley Dean W.	2.87%	34.4	
Bank of America	2.59%	31.1	
Barclays	2.46%	29.5	
TOTAL	54.4%	652.6	TOTAL HIPOTETICO
			1,200.0

Fuente: Euromoney.

Forman parte de los 17 dueños de FXA11

CUADRO 48A
LOS PRINCIPALES MERCADOS BURSÁTILES DEL MUNDO Y SUS SOCIOS EN LA ACTUALIDAD

Mercado/Bolsa	Fundada	Horario de operación (1)	Prom. diario de acciones negociadas	Millones de dólares	Biliones de dólares	Capitalización de mercado (3) mayores por valor mercado(1)	Vinculos con otras bolsas o ECNs **
Bolsa de Nueva York	1792	9:30 am - 4:00 pm oper. después cierre 6:35 pm	1 080	36 000 *	12 050 **	General Electric Exxon Alabi, Wal-Mart	Pláticas con bolsas de Toronto Europa(1) y México Vinculo Tokio
Mercado Tecno Nasdaq	1971	9:30 am - 4:00 pm. cotiz. después cierre 6:35 pm	1 760	41 500 *	5 020	Cisco Systems Intel Microsoft	ECN negocian en Nasdaq Osaka Frankfort Londres Quebec, HK
Bolsa de Frankfurt	1585	3:00 am - 11:30 pm	N.D.	4 530	1 500	Deutsche Telekom Allianz, Siemens	Fusion con Londres alianza con Nasdaq y con MarketX
Bolsa de Londres	1807	3:00 am - 11:30 pm	2 100	13 500 *	2 900	Vodafone AirTouch, BP Amoco, British Telecom	Fusion con Frankfurt y alianza con Nasdaq
Bolsa de Tokio	1878	8:00 pm - 10:00 pm. 11:30 pm - 2:00 am	16 617	6 800 *	4 100	NTT DoCoMo Nippon Te- legraph and Telephone, Toyota	Vinculos Corea del Sur Tailandia Filipinas, Singapur y Nueva York
Mercado Valores Hong Kong	1891	10:00 am - 12:00 am. 2:30 am - 4:00 am	7 000	1 500 *	0 568	HSBC, China Tel Hutchison W	Acuerdo de cotización conjunta con Nasdaq
Bolsa de Paris	1724	3:00 am - 9:30 pm	54 000	4 180 *	1 500	France Telecom, TotalFina Elf Vivendi	Alianza con Euronext
Bolsa de Sao Paulo	1890	11:00 am - 6:00 pm. después cierre 7:00 pm-11:00 pm	51 700	0 348	0 208	RCTE, Telesp. Vale do Rio Doce	Bolsa de Londres, Lisboa y Caja de Valores de Argentina.
Mercado Valores Australia	1837	8:00 am - 2:00 am oper. cierre 2:20 am-3:00 am	1 020	0 736 *	0 370	News Corp, Telstra Corp Nati. Australia Bank Ltd	Nasdaq y bolsas en Lejano Oriente
Bolsa de Toronto	1878	9:30 am - 4:00 pm: oper. después cierre 5:00 pm	197 500	2 850	1 700	Nortel Networks, BCE, Seagram	Conversaciones con Nasdaq y Bolsa de Nueva York

Fuente: Las bolsas, International Federation of Stock Exchanges.

(1) Hora de operación en Estados Unidos

* Al cierre de 1999

** Incluyendo ADR's y sociedades privadas de inversión.

*** Un ECN es un sistema electrónico de operaciones que muestra y conecta órdenes de compra.

CUADRO 49A

CRISIS CONTABLE: REGISTROS ALTERADOS EN EMPRESAS DE ESTADOS UNIDOS

(Millones de dólares)

Fecha	Empresa	Monto	Despidos anunciados
Dic-01	Enron	508	4,000
Jun-02	WorldCom	3,800	12,700
Jul-02	Merck & Co. Inc	12,400	N.D.

PRECIO POR ACCION

(dólares/acción)

Empresa	Máximo	Mínimo	Var %
Enron	Sep/00 => 82.00	Ene/02 => 0.67	-99.2%
WorldCom	Mar/99 => 59.04	Jun/02 => 0.83	-98.6%
Merck & Co. Inc	Ago/01 => 71.50	Jul/02 => 47.81	-33.1%

Fuente: NYSE

CUADRO 50A

INGRESOS Y GANANCIAS DE PRESTIGIADAS CASAS DE BOLSA EN ESTADOS UNIDOS

(Millones de dólares)

Empresa/Ingresos	1999	2000	2001	Var% (01/00)
Leman brothers	18,989	26,447	22,392	-15.3%
Bear Steams	7,846	10,248	8,701	-15.1%
Goldman Sachs	25,363	33,000	31,138	-5.6%
Merrill Lynch	35,332	44,852	38,757	-13.6%
Morgan Stanley	34,587	44,985	43,727	-2.8%
T O T A L	122,117	159,532	144,715	-9.3%
Empresa/Ganancias				
Leman brothers	1,132	1,775	1,255	-29.3%
Bear Steams	673	773	619	-19.9%
Goldman Sachs	2,708	3,067	2,310	-24.7%
Merrill Lynch	2,693	3,784	573	-84.9%
Morgan Stanley	4,791	5,456	3,521	-35.5%
T O T A L	11,997	14,855	8,278	-44.3%
Empresa/Var% precio acción				
Leman brothers	---	-28.2%	-25.7%	
Bear Steams	---	-22.7%	-28.0%	
Goldman Sachs	---	-12.8%	-20.8%	
Merrill Lynch	---	-2.1%	-9.7%	
Morgan Stanley	---	16.3%	0.7%	

Fuente: NYSE

CUADRO 51A

PAISES MAS ATRACTIVOS PARA LA IED EN EL MUNDO

(primeros diez países del 2002)

Pais	Posición
China	1
Estados Unidos	2
Reino Unido	3
Alemania	4
Francia	5
Italia	6
España	7
Canadá	8
México	9
Australia	10

Fuente: Global Bussiness Policy Council, A.T. Kearney

CUADRO 52A
PAISES EMERGENTES MAS ATRACTIVOS PARA INVERSIÓN
DEL COMERCIO AL DETALLE
(primeros diez países del 2002)

Pais	Posición 2003	Posición 2004
Rusia	1	1
India	5	2
China	3	3
Eslovenia	14	4
Croacia	n.a.	5
Chile	12	12
Corea del Sur	11	14
Taiwan	24	22
Hong Kong	27	25
México	27	25
Polonia	23	26
Indonesia	26	28
República Checa	22	29
Irán	n.a.	30

Fuente: Global Business Policy Council. A.T. Kearney

CUADRO 53A
BONOS DE ESTADOS UNIDOS (T-Bill) EN PODER DE EXTRANJEROS
(miles de millones de dólares)

Pais	2004*	Part %	Cambio %
Japón	639.8	37.6%	101.4%
Reino Unido	153.8	9.0%	206.4%
China	148.4	8.7%	146.1%
Hong Kong	58.6	3.4%	51.8%
Taiwan	49.7	2.9%	48.8%
Alemania	45.5	2.7%	-7.1%
Suiza	41.8	2.5%	154.9%
Corea del Sur	40.5	2.4%	36.8%
México	32.5	1.9%	112.4%
Canadá	28.1	1.7%	97.9%
T O T A L (10 participantes)	1,238.7	72.9%	98.3%
Otros	461.3	27.1%	n.c.
T O T A L	1,700.0	100.0%	67.5%

Fuente: Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

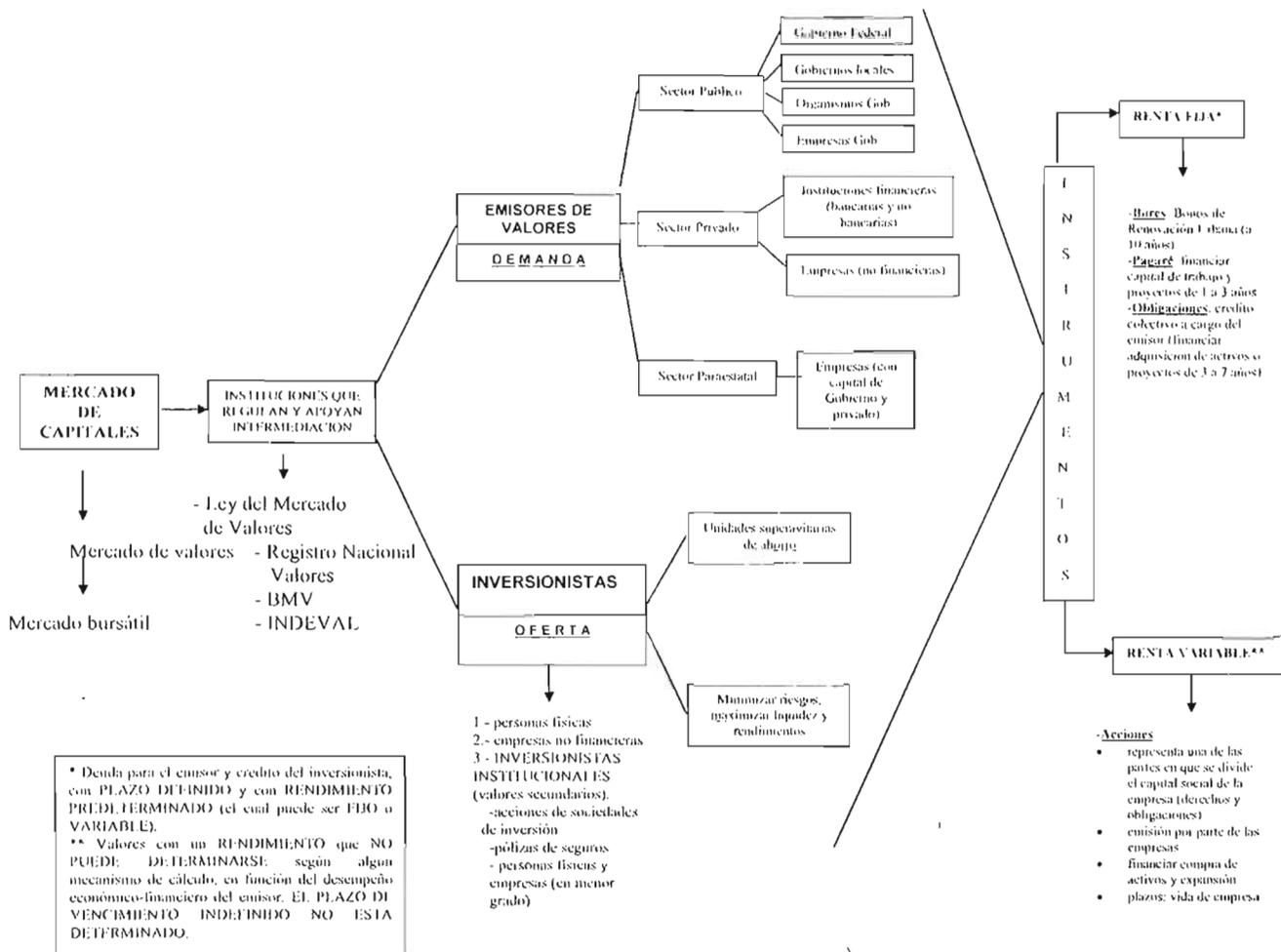
EMISIÓN DE BONOS EN E.U. POR EL MUNDO
(Miles de millones de dólares)

Fecha	Monto
Dic/00	1,015.2
Mar/02	1,057.2
Sep/02	1,191.6
Mar/03	1,280.2
Sep/03	1,451.3
Mar/04	1,700.0

EMISIÓN DE BONOS EN E.U. POR MÉXICO
(Miles de millones de dólares)

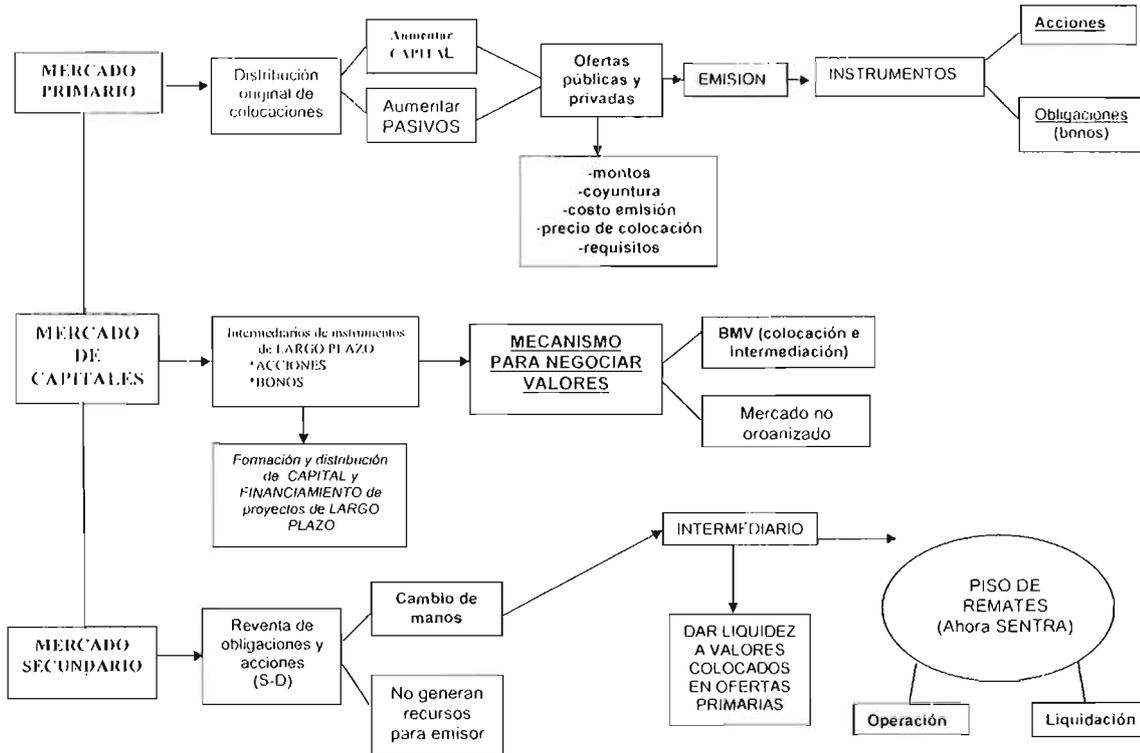
Fecha	Monto
Ene/03	26.1
Feb/03	28.0
May/03	26.5
Ago/03	29.0
Oct/03	27.8
Dic/03	31.0
Mar/04	32.5

**ANEXO
DOCUMENTAL
B**



* Deuda para el emisor y crédito del inversionista, con PLAZO DEFINIDO y con RENDIMIENTO PREDETERMINADO (el cual puede ser FIJO o VARIABLE).

** Valores con un RENDIMIENTO que NO PUEDE DETERMINARSE, según algún mecanismo de cálculo, en función del desempeño económico-financiero del emisor. EL PLAZO DE VENCIMIENTO INDEFINIDO NO ESTA DETERMINADO.



HISTORIA

-1880 (mercado informal)
-1894 (mercado formal)
-1939-1940=> Ley de Valores: facultades a Nacional Financiera para APOYAR el incipiente mercado de capitales.

- no lo pudo impulsar por problemas de liquidez
- y por regulación a banca de inversión (emisiones y congelación de carteras accionarias)

-1975 => Ley de Valores: INSTITUCIONALIZACIÓN del mercado de valores.

- CNV
- Casas de Bolsa
- INDEVAL
- Asoc. Mex. Casas de Bolsa (hoy intermediarios bursátiles)
- Entre 1975-78: el Importe operado creció en 132%
- Aumento de demanda de valores accionarios.
- 1979: primer CRACK BURSÁTIL (aumento de precio de acciones no contrarrestado con nuevas incorporaciones de valores).

-80's - 90's=> MODERNIZACIÓN DEL MERCADO

- nuevos instrumentos
- inversión y financiamiento se TRIPLICÓ (85-94)
- variantes en negociación de acciones (ventas en corto, títulos opcionales)
- cambios en emisión de RENTA FIJA (tasa fija * variable; y variar rendimientos al t de c)
- empresas emisoras => de 200 (85) a 800 (93)
- DESREGULACIÓN, APERTURA, ENTRADA DE CAPITALES (mercado más rentable)

Acciones

-**titulos-valor** => parte ALICUOTA (% de propiedad del capital social => DERECHOS corporativos y patrimoniales de cada socio.

-**Emisión:**

- Comunes (ordinarias) => voto limitado (derechos corporativos y patrimoniales)
- Preferentes => TÍTULO DE CAPITAL PROPIO (derecho a dividendos fijos).

-**Acciones de sociedades de inversión:**

- Acciones; valores; warrants; bonos.

(89-90) =>
**MAYOR
PROFUNDIDAD**

**Volumen de
acciones creció
en 300%**

Bonos

mercado más relevante a mediano y largo plazo.

-Títulos de CREDITOS NOMINATIVOS => tenedores individuales para CREDITO COLECTIVO.

-Depósito => obtener FINANCIAMIENTO

-INDEPENDIENTE (largo plazo).

-Inicio de inicios de los 80's

- una veintena de títulos
- Spread por arriba de (1) depósitos bancarios

- Con volatilidad de tasas fijas a (1) [obligaciones topadas]

-94 => saldo en circulación 22 mil mdp (32% mayor a dic/92)

-80's-90's => mercado se fue REFINANDO, aunque PROFUNDIDAD Y LIQUIDEZ DISTO DE SER SATISFACTORIA

MERCADO
 INTERNACIONAL
 DE ACCIONES

- ACCIÓN -> ACTIVO FINANCIERO, se negocia en mercados nacionales o internacionales por dos vías:
 1. nacionalidad del propietario (acciones pueden ser adquiridas por un RESIDENTE DE OTRO PAÍS y negociadas internacionalmente) -> COMPRADOR TRASPASA FRONTERAS
 2. físicamente (por venta de la acción en un mercado extranjero) -> ACCIÓN TRASPASA FRONTERAS
- RENDIMIENTO -> el mercado accionario se valora por dos elementos:
 - RENTABILIDAD
 - RIESGO
 - o RENTABILIDAD -> se resta el valor final y el inicial y se divide entre el valor inicial

$$r = (P_t - P_o) / P_o$$
 a esto habrá que hacerle una conversión de valores, vía el tipo de cambio (T)
 Valoración con tipo de cambio en forma directa:

$$r = \frac{P_t * T_t - P_o * T_o}{P_o * T_o} = \frac{P_t * T_t}{P_o * T_o} - 1$$
 Valoración con tipo de cambio en forma indirecta:

$$r = \frac{P_t}{T_t} \frac{T_o}{P_o} = \frac{P_t * T_o}{P_o * T_t} - 1$$
 - o RIESGO -> la rentabilidad 'a priori' o valor estimado por el inversionista => RIESGO al poder ser P_t DISTINTO AL PREVISTO y por la variabilidad del TIPO DE CAMBIO -> AL FINAL DE UNA OPERACIÓN, EL VALOR NO ES PRECISAMENTE EL ESPERADO
 - ∴ EL RIESGO IMPLÍCITO EN LAS ACCIONES INTERNACIONALES ES SUPERIOR AL DE LAS NACIONALES (no se conoce con precisión la cantidad a cambiar al final de la operación (P_t) ni el tipo de cambio en dicho momento (T_t))
 - RIESGO DE CAMBIO -> invertir => RIESGOS DE NUEVO CUÑO
 - La información no tan disponible
 - En mercados cortos => problemas de liquidez y altos costos
 - Considerar el RIESGO POLÍTICO
 - Considerar el RIESGO DE CAMBIO -> inversión dependerá de la evolución del tipo de cambio
 - o Las acciones pueden emitirse y cotizarse en la bolsa nacional y ser ofrecidas al exterior -> ASEGURAMIENTO POR BANCOS DE INVERSIÓN (negociadas física o electrónicamente)
 - o ADR's -> acción, parte o varias acciones DEPOSITADAS => los bancos que organizan la operación adquieren un número y emiten unos "RECIBOS" => títulos SOBRE LOS QUE SE REALIZA LA COTIZACIÓN
 - o Cálculo del RENDIMIENTO ESPERADO de la CARTERA [E(R_p)]

$$E(R_p) = X_1 E(r_1) + X_2 E(r_2) + \dots + X_n E(r_n)$$
 Ejemplo:
 - + sea una acción de 1,000 pesos nominales + comprada al 120% por un inversor
 - + tipo de cambio: 10.7428 (pesos por USD) + venderá en un año a 140% (10.8574)
 - + CUÁL SERÁ EL RENDIMIENTO DE ESA INVERSIÓN FINANCIERA?
 - $E(R_p) = (1000 * 120 / 10.7428) - (1000 * 140 / 10.8574) = 17.2 USD$
 - + esta será la ganancia bruta esperada
 - + su RENDIMIENTO ESPERADO -> $r = (P_t - P_o) / P_o \Rightarrow r = (128.94 - 111.70) / 111.70 = 15.4\%$

MERCADO INTERNACIONAL DE ACCIONES

- Rendimiento para un inversor nacional

$$F = F^* + F_c \quad | \quad F_c = F^* \times F_c \quad | \quad F = F^* + F_c$$

donde:

- r = rendimiento en el exterior
- r^* = rendimiento del país
- r_c = rendimiento del tipo de cambio

- CONTRATO A PLAZO

- Operación de REDUCIR EL RIESGO DE CAMBIO via un contrato a plazo (Forward contract)
- Rentabilidad de acciones internacionales con seguro de cambio (r_a)

$$r_a = \frac{CF * T_f + Pt * T_i - Cf * T_i}{Po * To + Po * To - Po * To}$$

donde:

- CF = contrato de venta de divisas a plazo
- TF = tipo de cambio pactado (futuros)
- Pt = cantidad de acciones al final
- Po = cantidad de acciones al inicio
- Ti = tipo de cambio final
- To = tipo de cambio inicial

- CARTERA DE ACCIONES (teoría de carteras de Harry Markowitz)

- Cartera de acciones de diferentes países
- El riesgo se mide via VARIANZA DEL RENDIMIENTO DE LA MISMA CARTERA [σ_{2P}] -> calculado 'a priori', ya que si se actuara en un ambiente de certeza, NO HABRÍA RIESGO
- Mínimo entre [donde X_i = ponderación de cada título]

$$\sigma_{2P} = X_1^2 k(r_1) + X_2^2 k(r_2) + \dots + X_n^2 \sigma_n^2 + 2X_1 X_2 \sigma_{12} + 2X_1 X_3 \sigma_{13} + \dots + 2X_{n-1} X_n \sigma_{(n-1)n}$$
 donde:
 - σ_{ij} = Covarianza del título i con el título j
 COVARIANZA -> igual al producto de las desviaciones típicas, MULTIPLICADO por el coeficiente de correlación entre ambos títulos
- Por ej.
 - Al tomar acciones de distintos países, las covarianzas de los títulos serán nulas o inferiores a las covarianzas entre títulos de un mismo mercado (menor correlación)
 - Aunque, la menor correlación => MAYOR RIESGO DE LOS TÍTULOS
 - Pero si existe mayor correlación => economías de países ligadas entre sí (impacto de bolsas de Estados Unidos en demás países)
- Una vez que se tienen los valores del rendimiento y del riesgo de los diversos títulos que componen la cartera, HABRÁ QUE BUSCAR LA COMBINACIÓN IDÓNEA, por medio de la Teoría de Selección de las Carteras (Markowitz, Nobel 1990)
- Tratar de buscar CUÁLES SON LAS CARTERAS QUE DAN EL MÁS ALTO RENDIMIENTO PARA UN RIESGO ESPECÍFICO (y soporta el mínimo riesgo para un rendimiento) => CARTERAS EFICIENTES
- En dos programas de ecuaciones, se muestra cuál es la mejor cartera para cada valor de (E^*) y (V^*) -> el resultado de ambos programas => CONJUNTO DE CARTERAS EFICIENTES -> CURVA CÓNCAVA -> FRONTERA EFICIENTE (debajo de la curva están las carteras NO EFICIENTES)

MERCADO
INTERNACIONAL
DE ACCIONES

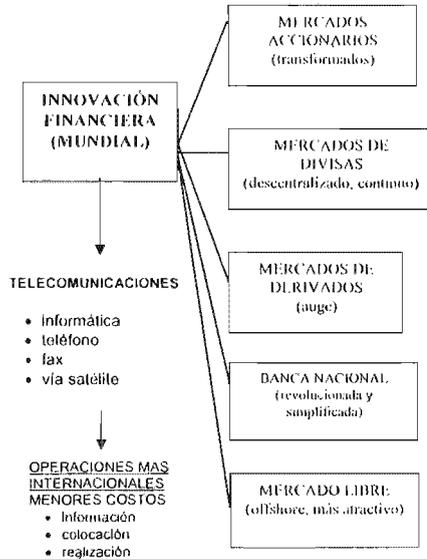
- Para determinar la cartera óptima de un inversor particular, se debe ESPECIFICAR CURVAS DE INDIFERENCIA, entre el RENDIMIENTO (R_p) y el RIESGO (σ_p)
- Su forma dependerá de su función de utilidad (diferente para cada inversión)
- Casos de curvas de indiferencia:
 - ✓ ADVERSO AL RIESGO -> caso más corriente (por unidad de riesgo adicional hay que prometer un rendimiento marginal más grande)
 - ✓ INDIFERENTE -> por cada unidad de riesgo adicional -> prometer el mismo rendimiento marginal
 - ✓ PROPENSO AL RIESGO -> por un mínimo rendimiento marginal, dispuesto a correr mayores riesgos
- Si se superpone la FRONTERA EFICIENTE en las curvas de indiferencia, se OBTIENE LA CARTERA ÓPTIMA, dado por el punto de tangencia de una de las líneas de indiferencia con la frontera eficiente.
- Así, al sustituir los programas cuadráticos y paramétricos, se tendrán los valores de las proporciones en que se tendrá que distribuir el presupuesto de inversión, para conocer LA CARTERA ÓPTIMA DEL INVERSOR
- Ejemplo:
 - ✓ Se tienen cinco empresas con sus rendimientos y riesgos asociados
 - ✓ Usando el MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS (CAPM) -> sobre la CARTERA DEL MERCADO
 - ✓ En este modelo, los activos son ACCIONES (con riesgos), pero no se puede saber QUIÉN TIENE LA MAYOR CARTERA
 - ✓ Se supone que los inversores pueden colocar su dinero en activos financieros libres de riesgo (bonos del tesoro), lo que implica que a uno de los inversores le puede ir mejor (al combinar títulos de riesgo con los de sin riesgo) -> llevándolo al punto de equilibrio (M)
 - ✓ En un MERCADO EFICIENTE, todos los inversores sabrán que en (M) se encuentra la mejor cartera de títulos con riesgo
 - ✓ Invierten parte de su presupuesto en ella y el resto en el activo de riesgo. A esto se le llama el TEOREMA DE LA SEPARACIÓN => el problema de la elección de la cartera óptima, supone dos decisiones independientes entre sí (James Tobin):
 - o Cuestión técnica -> CARTERA FORMADA POR TÍTULOS DE RIESGO
 - o Preferencia personal -> ELEGIR COMBINACIÓN ENTRE TÍTULOS DE RIESGO Y CARTERA DE MERCADO (M)
 - ✓ Por tanto, TODO INVERSOR ESTÁ EN FUNCIÓN DE:
 - o Predicciones sobre títulos con riesgo
 - o Dado el interés sin riesgo
 - o Dada la capacidad de préstamo o endeudamiento
 - ✓ Por tanto, todos los inversores están de acuerdo sobre la combinación óptima de los títulos con riesgo y no elegirán la misma cartera, que unos prestarán dinero y otros lo pedirán prestado.
 - ✓ M => EQUILIBRIO -> combinación óptima de títulos con riesgo (todos) y la proporción de cada uno en esa combinación SERÁ IGUAL A LA QUE REPRESENTA SU VALOR en todo el mercado.
 - ✓ Cuando un inversor adquiere un título en mayor proporción que la que representa del mercado, como todos opinan igual, le será difícil adquirirlo, ya que los demás no estarán dispuestos a deshacerse de él.
 - ✓ Por tanto, la combinación óptima de los títulos con riesgo -> ES LA QUE EXISTE EN EL MERCADO => (M) => CARTERA DE MERCADO => COMBINACIÓN DE TODOS LOS TÍTULOS CON RIESGO EN LA MISMA PROPORCIÓN QUE TIENEN EN EL MERCADO DE VALORES.
 - ✓ No se requiere calcular, ya que cualquier índice bursátil, puede ser la CARTERA DE MERCADO, ya que tiene representados los valores de mayor peso.
 - ✓ En síntesis: en el EQUILIBRIO TODOS ADQUIEREN LA CARTERA (M)
 - o Formada por activos con proporción de riesgo del mercado
 - o Si el inversor requiere mayor rendimiento (riesgo), deberá pedir prestado
 - o La combinación óptima, será cuando la curva de indiferencia sea tangente a la recta de mercado.

MERCADO
INTERNACIONAL
DE ACCIONES

- LA RECTA DEL MERCADO DE CAPITALES (CML)
- Todos los inversores se ubicarán sobre la RECTA DEL MERCADO DE CAPITALES (*capital market line*) => SÓLO CARTERAS EFICIENTES situadas en la recta (el resto, debajo de ella)
 - Precio del tiempo -> precio de consumo inmediato o recompra por esperar (consumir más tarde)
 - Precio de riesgo -> la pendiente de CML => RENTABILIDAD ESPERADA (E_p) y RIESGO ASOCIADO (σ_p)
 - Ecuación de la CML $E_p = R_f + r\sigma_p$
 - Si el rendimiento esperado de la cartera es: $E_m = R_f + \sigma_m$
 - Entonces, el valor de la pendiente (r) es: $r = \frac{E_m - R_f}{\sigma_m}$
 - Sustituyendo (r) en la ecuación inicial: $E_p = R_f + \frac{E_m - R_f}{\sigma_m} \sigma_p$
- Así, la Teoría del Mercado de Capitales => las ideas de la gente sobre las oportunidades existentes, son ESTIMACIONES 'A PRIORI' => resultados reales diferentes a los predichos
 - Ineficiente EXPOST (inversores no tienen certeza, si así fuese, NO DIVERSIFICARÍAN y la cartera óptima sería la formada con un título de máxima rentabilidad.
 - Por tanto, LA FALTA DE CERTEZA justifica las teorías de selección de carteras y la del Mercado de Capitales.

MANSELL C. Catherine

*Liberalización e innovación
financiera en los países
desarrollados y América Latina*
CEMLA y BID México, 1995
pp. 3-7.



El mundo en general, antes de darse la citada renovación (años noventa), presentaba grandes ataduras. Ante lo cual se hizo necesario:

- **DESINTERMEDIACIÓN FINANCIERA** (70's-80's países desarrollados)
- Avances tecnológicos (aumento de BURSATILIZACIÓN => NO a la intermediación bancaria)
- La tendencia innovadora, después de la crisis de la deuda externa de los años ochenta (países en desarrollo)
- **DESREGULACIÓN** (suscripción, operación e inversión)
- Desarrollo de fondos de pensión y soc. de inversión
- Aumento de mercados internos para deuda de gobiernos (emitir valores para financiar déficit)
- **POLITICA MONETARIA** (mercado abierto en lugar de encaje legal, controles a (i) y al crédito)

Inicios de 90's =>

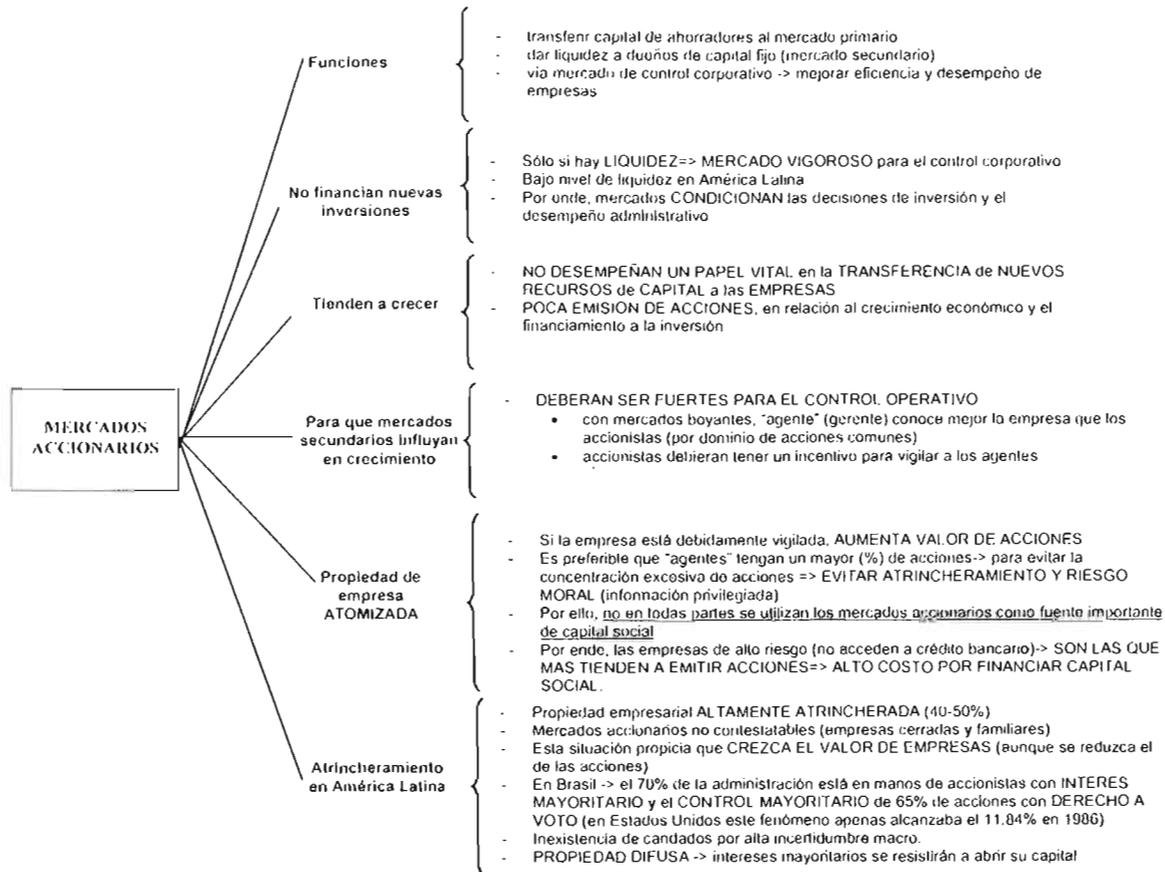
- Eliminar controles a la inversión extranjera

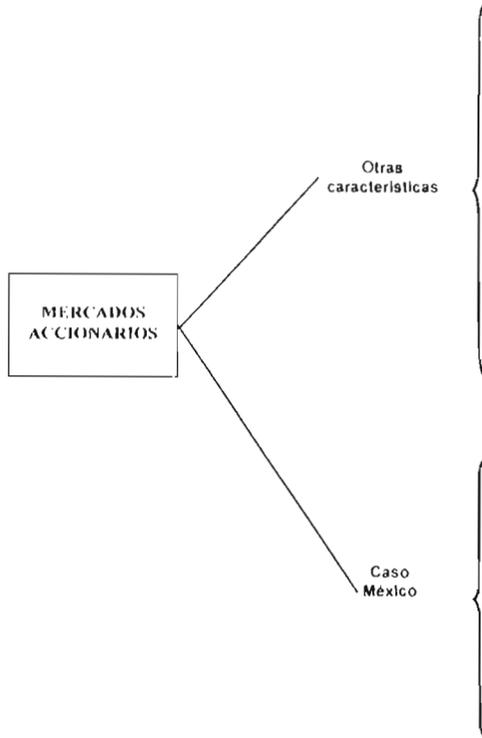
FUNDAMENTO CONCEPTUAL

- La liberalización financiera se basa en los trabajos de Ronald I. McKinnon y Edward S. Shaw (70's), quienes contravinieron al keynesianismo puro, a una *tendencia creciente de la (i), la S supera a la I => DESEMPLEO: por ende, la solución está en que el Estado estimule la I con tasas de (i) bajas*
- Sostenían que mantener un nivel artificialmente bajo de (i) => inhibía el desarrollo económico (reduciendo S e I)
- Lo común en países en desarrollo:
 - Encaje legal (tasas impositivas)
 - pocas reservas bancarias
 - impresión de papel moneda
 - alta inflación (bajas tasas reales de (i))
 - bajas (i) para inversiones que no generan utilidades
 - racionamiento de crédito (con lo que sectores estratégicos quedan marginados)
- **REPRESIÓN FINANCIERA**
- **ADECUAR EL SISTEMA FINANCIERO A LAS FUERZAS DEL MERCADO**

La receta (sist. Finan. SANO):

- Programa antiinflacionario creíble
 - liberalización financiera
 - Eliminar techos de (i)
 - Eliminar cuotas de préstamos
 - Liberar inversión





MERCADOS ACCIONARIOS

Otras características

- Los mercados de América Latina NO PUEDEN CALIFICARSE DE ACTIVOS EN CUANTO A TOMAS DE CONTROL.
- La disciplina administrativa (agentes) ES POCO PROBABLE, aunque se debería pugnar por DESARROLLAR UN MERCADO VIGOROSO PARA EL CONTROL CORPORATIVO
- LOS AGENTES AUN NO ESTAN FAMILIARIZADOS CON DICHA DISCIPLINA
- En países como Japón y Alemania, la tenencia bancaria de acciones MEJORA PRODUCTIVIDAD
- Por ello, en América Latina, se debería promover que bancos posean tenencia de acciones en empresas -> para reducir deficiencias.
- Pero... el FRAUDE y el EXCESO DE PRESTAMOS por BANCOS => PRINCIPALES FACTORES DE CRISIS FINANCIERAS (ver los hechos)
- Por tanto, AUN FALTA TERRENO para CREAR MERCADOS DE CAPITALES QUE DISCIPLINEN EFICAZMENTE EL DESEMPEÑO DE EMPRESAS, que GENEREN MERCADOS DE PRODUCTOS, PROCESOS DE LIBERALIZACION

Caso México

- El proceso de PRIVATIZACION-LIBERALIZACION => primero liberalizar, luego privatizar
- Ya que si se logra la liberalización, HABRA MENOS OPOSICION a la privatización (menos regulación)
- El ejemplo claro de ello, fue México
 - Mejoró desempeño accionario
 - Se minimizó concentración de gerentes
 - Se permitió un ALTO NIVEL DE SUPERVISION
 - Así, empresas con acciones de primera clase, las seguirán conservando después de privatización
 - AUMENTO DE OFERTA-DEMANDA ACCIONARIA

GRIFFITH Jones, Stephany Et Al
"El retorno de capital a América Latina" En "Comercio Exterior"
Bancomext Vol 43 No. 1 Enero de
1993, pp 37-50

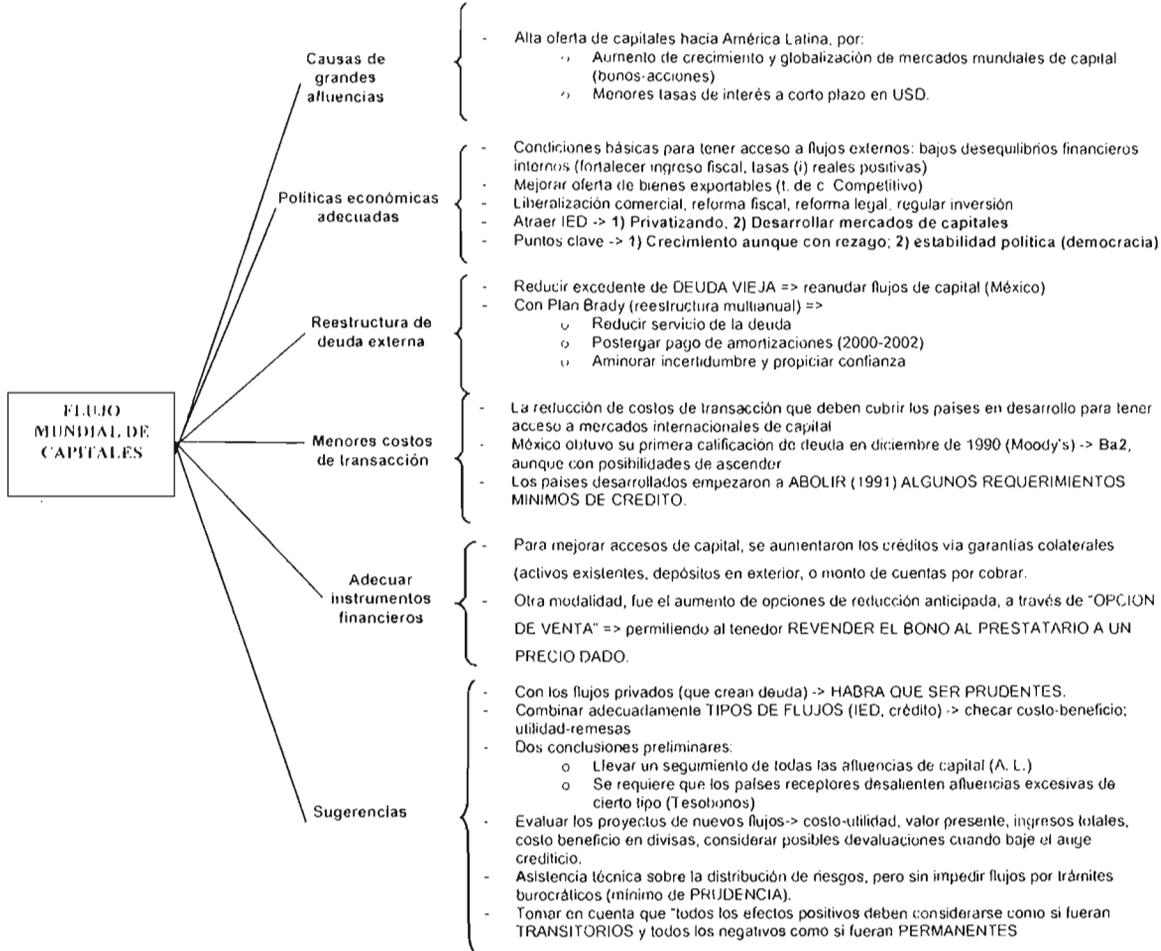
Tendencia
internacional

- Dos factores que hablan de la DISPONIBILIDAD BASTA DE FONDOS (OCDE):
 - o Diversificación de activos por mayor peso de la cartera de inversionistas institucionales (mercados "emergentes").
 - o Su madurez -> altas amortizaciones de BONOS, dando a inversionistas mayor liquidez (reinvertirse)
- Considerando los préstamos en papel eurocomercial, se tiene que los préstamos en los mercados internacionales de capital, pasó de 392 mil millones de dólares en 1987, a 518 mil millones en 1991, o sea, un aumento del 32,1%
- Liberalización e innovación en instrumentos y técnicas financieras.
- Desregulación de servicios financieros: precios, tasas de interés, gastos, comisiones.
- Menos restricciones en instituciones financieras (mercado-leyes)
- Los avances tecnológicos en comunicaciones, impulsaron la GLOBALIZACIÓN de los MERCADOS de CAPITAL.
- Los desequilibrios en la cuenta corriente => aumentar los flujos de fondos de países superavitarios hacia los deficitarios (E. U.)
- Dos tendencias:
 - o Crecimiento más acelerado de empréstitos garantizados (bonos), en comparación con los préstamos bancarios
 - o Inversionistas institucionales (fondos de pensiones, seguros y mutualistas), toman un papel más dominante en los mercados mundiales de capital (el mercado de bonos creció en más de tres veces de 1982 a 1991, llegando a 297.6 miles de millones de dólares).

ENTORNO MUNDIAL
DE LOS FLUJOS DE
CAPITAL PRIVADO

Nueva estructura

- 00's -> transferencia neta de recursos negativa, debido a:
 - o reducción de flujos privados a la región, por menores préstamos de bancos privados (1982 lo más alto)
- Desde 1989, aumento de nuevos flujos privados voluntarios hacia la región (CEPAL), el total neto se incrementó 7 veces de 1988 a 1991.
- Principales fuentes de financiamiento, siendo México y Brasil los principales destinatarios.
 - o Administradores de dinero
 - o Fondos de retiro y mutualistas
 - o Aseguradoras
 - o Compañías financieras
 - o Inversionistas latinoamericanos que regresan
 - o Transnacionales (mayor inversión directa)
 - o Repatriación de capitales (alrededor de 7,000 millones de dólares)
- En 1991-> flujos privados se concentran en Brasil y México (70% del total) -> México con 40% => equivalente al 6% de su PIB (Salomón Brothers)
- Tipos de flujos ->
 - o Los flujos no respondieron a la reapertura de los préstamos bancarios, sino al reingreso a los mercados de capital (bonos, pagarés, colocaciones), IED, IEC.
 - o Amplia gama de instrumentos financieros, variedad de mercados, inversionistas y prestamistas.
 - o En inversión de cartera destacaron las telefónicas de Chile y México, que colocaron acciones en el NYSE vía ADR's (certificados de depósito).
- Plazo y costo ->
 - o Los capitales que ingresaron en 1991, fueron a LARGO PLAZO (bonos de 5 a 5.5 años; emisiones no garantizadas, de 2 a 4.4 años.
 - o INVERSIÓN A CORTO PLAZO.



Mc: KINNON, Ronald I
 Los mercados internacionales de capitales
 liberalización económica y el síndrome de la
 solicitud excesiva de préstamos. En
 Mansell C. Callinane Liberalización e
 innovación. pp 233-240

SÍNDROME DE
 SOLICITUD
 EXCESIVA DE
 PRESTAMOS

Reformas
 financieras

Por qué falla el
 mercado de
 capitales

Qué política
 recomendar

- Aumento de ingreso de capital de CORTO PLAZO (APARENTAN SER DE LARGO PLAZO) =>
 - Desequilibrio en tipo de cambio (sobreevaluación)
 - Descontrol de base monetaria
 - Aumento de inflación
 - Se afectan exportaciones
- LO QUE LLEVA A CRISIS
- Con problemas de estabilización
 - PRESTAMISTAS aprovechan la situación
 - Invaden el mercado con capital
 - CURVA ASCENDENTE DE OFERTA DE FINANCIAMIENTO (Impuesta por los mismos prestamistas)
- *pero, por qué falla el mercado?*
- Como las EXPECTATIVAS de rentabilidad FUTURA no se concretan -> los agentes económicos proyectan tipos de cambio y tasas de interés a un futuro indefinido
- Esto hace que se VEA UNA RENTABILIDAD DE FORMA 'MIOPE' (transferencia de capital al mismo tiempo)
- FMI y Banco Mundial -> NO DEBERÍAN INDUCIR LA LIBERALIZACIÓN COMERCIAL VIA LA ASISTENCIA FINANCIERA
- Si se inyecta capital al liberalizar, la liberalización ES MAS DIFÍCIL DE SOSTENER
- Al permitir la libre entrada de capitales -> el tipo de cambio REAL AFECTA NEGATIVAMENTE A EXPORTACIONES y a empresas que compiten CONTRA IMPORTACIONES
- Por tanto, la balanza comercial DEBERIA PERMANECER EN EQUILIBRIO. Ya que grandes entradas de capital => aumentar 'M' y reducir 'X' (señales equivocadas para precios de largo plazo)
- Permitir entrada de capitales, SOLO DESPUÉS DE COMPROBAR EL ÉXITO DE LA LIBERALIZACIÓN, y que esté sujeta a controles.
- Habría que limitar el uso de los ATRACTIVOS FISCALES DE PRESTAMISTAS EXTERNOS
 - Primero, control de política fiscal, antes de liberalización
 - Después, que el comercio exterior y el mercado de capitales liberalicen la cuenta de capital
- Reformar el MERCADO DE CAPITALLES:
 - Ni prestamistas, ni prestatarios reconocen riesgos comerciales normales, ya que todos los proyectos (buenos o malos) cuentan con GARANTIAS DEL GOBIERNO
 - Alentar a los mercados con el formato que se tenía a fines del siglo XIX (financiar grandes proyectos con emisión de bonos y flotación de acciones en el extranjero y sacar de la jugada a los tenedores en una posible crisis, sin poner en peligro la solvencia de los bancos)

RIESGOS
 FINANCIEROS
 Y
 VOLATILIDAD

- Swaps de mercancías básicas
 - Similar a swaps de tasas de interés y de divisas => secuencia de contratos adelantados => UN PRECIO FUTURO se fija sobre un horizonte amplio.
 - Son utilizados por exportadores, procesadores y comerciantes de mercancías
 - Son intermediados por CORREDORES/DISTRIBUIDORES en Nueva York y Londres -> petróleo, metales, cacao y café.
 - Su valor => ELIMINAN RIESGO DE VOLATILIDAD en los precios de las mercancías, tanto para PRODUCTORES, como para CONSUMIDORES, permitiéndoles a los acreedores CRÉDITOS en términos más favorables.
- Swap convencional de petróleo
 - 'plain vanilla petroleum swap'
 - Esta operación, involucra a un banco intermediario, a un productor y a un refinador => con la finalidad de PROTEGERSE DE RIESGOS POR MOVIMIENTOS ADVERSOS EN PRECIOS DEL CRUDO.
 - Acuerdan monto por el que se contrata el swap
 - Se establece un PRECIOS DE REFERENCIA en USD/BI
 - En función de INTERVALOS DE TIEMPO establecidos.
 - o Si el precio es mayor al de referencia => productor paga la DIFERENCIA al refinador, a través del intermediario
 - o Si el precio es menor al de referencia => el refinador paga la DIFERENCIA al productor, via el intermediario
 - Así, el problema del riesgo se resuelve simultáneamente, arreglando un swap de petróleo entre ambos interesados. Lo que supone así: NO SE INTERCAMBIA CRUDO, sino que ambas partes van haciendo pagos en efectivo (períodos determinados) PARA COMPENSAR EL DIFERENCIAL DE PRECIOS.
- Antecedentes de coberturas de riesgos
 - A fines de 1990 – inicios de 1991, el Gobierno mexicano COMPRÓ OPCIONES PUT y Vendió "futuros" para proteger el ingreso de divisas, contra una caída en los precios del crudo.
 - Aunque el detalle de la operación no se conoció, se presume que esos "futuros" fueron más bien SWAPS contratados con un banco intermediario y no contratos de futuros
 - Es decir, los swaps de crudo producen el mismo resultado que venderlo a futuro => adquirir una cobertura contra la caída del precio del crudo, pero de una manera más adecuada.
 - Los swaps de crudo, se caracterizan por
 - Se realizan en mercados interbancarios
 - Son acuerdos privados entre banco o interesados (hechos a la medida)
 - Con plazos más largos y montos más grandes.
- Participación de nacionales en el mercado de swaps
 - México es un exportador importante con empresas y mercancías: crudo, plata, cobre, café, azúcar y jugo de naranja, por ej.
 - Los productores están expuestos a RIESGOS EN LOS PRECIOS. Si se administran adecuadamente, las empresas tendrán menores riesgos crediticios y podrán recibir mayores ofertas de crédito (largo plazo)
 - En cambio, los futuros y las opciones permiten la administración eficiente de riesgos en el corto plazo.
 - Sería recomendable que más empresas mexicanas participen en el mercado de swaps de mercancías básicas, pero con la adición de bancos nacionales, ya que conocen bien la calidad crediticia de éstas.

Calidad crediticia via cobertura con futuros

- Amplia variedad de contratos de futuros líquidos, referidos a: divisas, tasas de interés y variadas mercancías de exportación de México.
- Las coberturas via contratos de futuros, produce resultados similares a los swaps de mercancías => ELIMINA RIESGOS DE VARIACIONES EN LOS PRECIOS de las mercancías -> automáticamente mejora su calidad
- Ventajas de los futuros:
 - Son de corto plazo (menos de un año)
 - Son más líquidos (al comerciarse en bolsa)
 - Mayor disponibilidad (por mercancías que cubren y el tipo de productos)
 - Eliminan el primer riesgo de los productores -> ENCONTRAR UN COMPRADOR PARA SU PRODUCTO
 - Eliminan el segundo riesgo -> MOVIMIENTOS ADVERSOS EN PRECIOS (ya que se fija el precio al cual se hará la transacción futura)
 - El tercer riesgo no se elimina -> PROBLEMAS EN LA PRODUCCIÓN (aunque al eliminar los dos primeros, los productores se vuelven SUJETOS DE CRÉDITO)
- Así, los bancos otorgan créditos a las empresas que cubren sus riesgos, preferentemente con FUTUROS.
- Un exportador puede mantener su posición de futuros hasta el vencimiento, estando obligado a entregar la mercancía en la bolsa al precio pactado.
- O puede cancelar su posición cuando desee terminar su cobertura, y así obtener el mismo resultado financiero, que si hubiera entregado el bien en los términos pactados.
 - Vende en el mercado de contado a un precio menor (o mayor), pero obtiene ganancias (o pérdidas) COMPENSATORIAS sobre su posición de futuros.
 - Así, los exportadoras que se han cubierto, pueden seguir sirviendo sus deudas, a pesar de la caída en los ingresos por sus exportaciones.
- Por tanto, los exportadores de mercancías básicas, como sus banqueros, deben comprender el peligro del DOBLE GOLPE, ya que:
 - Cuando un exportador vende futuros de café y empieza a registrar pérdidas en su posición de futuros, al AUMENTAR EL PRECIO
 - Si cierra su posición antes de colocar su café en el mercado y luego el PRECIO se "cae", perderá en ambas posiciones (futuro-contado)

Bonos y Obligaciones

- Son subconjuntos del GRAN MERCADO INTERNACIONAL DE BONOS (obligaciones de largo plazo) con un renacimiento en los años noventa.
- Dimensión (del mercado a fines de marzo de 1991)

• USD	613.8	miles de mdp
• Yen	166.3	" "
• Marco	129.5	" "
• Franco	156.9	" "
• TOTAL	" "	" "
- Los bancos representan dos grandes ventajas, para un banco que quiere dar crédito a clientes:
 1. no requiere prestar sus propios fondos a largo plazo (arriesga su capital, en el lapso de suscripción y sólo si la colocación se hace sobre la base del mejor esfuerzo; y también cuando adquiere los bonos)
 2. pueden variar su posición de bonos via operaciones en el mercado secundario (un préstamo comercial no es líquido)
- por tanto, los bonos para los prestatarios son un medio para obtener financiamiento a LARGO PLAZO a tasas fijas o flotantes (menos flexible y más caro con préstamos bancarios)
- después de la crisis de la deuda de 1982, México a partir de 1989 comenzó a tener presencia en el mercado de bonos internacionales, reactivando el interés de los inversionistas en el papel mexicano. Así, una fracción importante de la deuda externa (pública y privada) se pudo colocar en los mercados de Eurobonos y/o bonos chatarra.

Eurobonos

EUROBONOS

Características principales:

- Se registran fuera de la jurisdicción legal del país de la moneda en que están denominados (en USD, emitidos en Islas Caimán, Londres o Luxemburgo => es un EUROBONO)
- La mayoría denominados en USD (aunque también en otras monedas)
- Su mercado se desarrolló como respuesta a los altos impuestos y complicados trámites para emitir bonos en el país de la moneda local (por ej. PESOS en México)
- Necesidad de emisores e inversionistas, do contar con instrumentos flexibles, anónimos y de emisión expedita.
- Prestatarios -> GOBIERNOS SOBERANOS DE PAÍSES, GRANDES EMPRESAS, MULTINACIONALES, BANCOS Y ORGANISMOS MULTILATERALES (Banco Mundial, Banco de Desarrollo Asiático y Africano, entre otros)
- INVERSIONISTAS -> FUNDOS DE RENTA FIJA, ASEGURADORAS, FONDOS DE PENSIONES, PERSONAS FÍSICAS.
- Se emiten al portador -> atractivo para acreedores, al guardar su anonimato.
- La mayoría de los eurobonos emitidos por países del Tercer Mundo, pagan los intereses y el principal a tiempo (a diferencia de los préstamos bancarios con pagos suspendidos)
- En México, la fiebre de la emisión de bonos inició desde 1989, siendo que la mayoría hasta 1991, fue de sólo 2, 3 ó 5 años máximo, con cupones de ALTAS TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES (mayores al 10%); muchas emisiones fueron colateralizadas; y bonos de reducción colateralizados emitidos por México en la renegociación de la deuda (intercambiados por 80% de la deuda elegible sujeta a restructuración bajo el Plan Brady)

Bonos "chatarra"

BONOS CHATARRA

Características principales:

- Conocidos como BONOS DE ALTO RENDIMIENTO
- Bonos corporativos (mu, dado su RIESGO CREDITICIO, NO GOZAN de una calificación ALTA por las agencias calificadoras (S & P o Moodys) para darles grado de inversión (investment grade) => calidad adecuada para inversionistas institucionales.
- Dicho mercado se desarrolló a inicios de los 80's por Mike Milken del Banco Burnham Lambert -> se dio cuenta de que los inversionistas podían obtener en sus carteras mayores tasas de rendimiento, ajustadas por riesgo via esos bonos.
- Ya que cerca del 95% de empresas (E. U.) con activos por 25 mmdn o más, SON CONSIDERADAS (por calificadoras) COMO DE 'ALTO RIESGO' y no tiene acceso a mercados tradicionales de deuda, los BONOS CHATARRA fueron una fuente atractiva de financiamiento de largo plazo a tasas fijas.
- Con la influencia de Milken, este mercado alcanzó emisiones de más de 200 mil millones de dólares a fines de los años 80's, con prestatarios diversos
- Pero no sólo se utilizaron para financiar inversiones tradicionales, sino para comprar APALANCADAS de empresas y otros negocios de dudosa reputación (violando la Ley de valores (SEC))

BONOS
MATADOR

- Emisiones denominadas en pesetas
- Realizadas por una institución extranjera dentro de España
- Emisiones de reconocida solvencia (AAA ó AA)
- Acompañados de contratos de permuta financiera (swaps) en divisas, en relación con otras divisas fuertes (beneficio del emisor por aumento en tasas de interés).
- Se valoró primero el mercado
- Se gestiona el permiso

OBLIGACIONES
INTERNACIONALES

EUROBONOS DE INTERÉS VARIABLE -> cupones fijados en función de tasas de interés a corto plazo (Libor 6 meses => ofrece solución a volatilidad de tasas de interés)

Características:

- Tasa flotante (LIBOR + spread)
- Títulos valores ofrecidos en el mercado internacional de capitales.
- Fondos de amortización y de RESCATE.
- Cotizable en Bolsa
- Facilidad de transmisión
- Para el prestatario: recursos a largo plazo; fuente alternativa de recursos; impacto publicitario en empresa, reembolsos anticipados.

TIPOS

- Incorporar tasas máximas (cap)
- Convertible a largo plazo con tas fija
- Tasa de interés se ajusta cada dos años. El inversor puede revender los bonos al propio emisor.
- Pagan interés en una relación inversa a tasa de interés de referencia (si LIBOR aumenta -> baja FRN)

INVERSORES

- Directores financieros y tesoreros: los utilizan para mantener sus activos en forma líquida (hacer frente a desembolsos inesperados)
- Seguros y fondos de pensiones: invierten la parte más estable de sus activos en bonos de renta fija (conocen vencimientos a largo plazo con intereses fijos)
- Fondos de inversión: tienen dos motivos para invertir en FRN's: a) lograr mayores rendimientos en sus inversiones (hacer frente a pagos); b) gerentes tienen plena libertad de operar en el mercado que gusten
- Bancos: aprovecharse de los diferenciales de tasas de interés (spreads)

VALORACIÓN

- Se pueden renovar cada seis meses (o cuando se paga el cupón) => protegen al principal contra el riesgo de variación de las tasas de interés.
- El método más simple para valorar a los FRN's, es dividir el cupón recibido, entre el precio de adquisición (no hay ni ganancias, ni pérdidas de capital)

$$RR = \frac{Pr + (Co * \text{días} / 360) - (P + CC)}{P + CC} * \frac{360}{\text{días}} * 100$$

Donde:

Pr = precio estimado en fecha de renovación

Co = cupón actual

CC = cupón corrido en fecha de liquidación

Días = desde la liquidación, hasta la renovación

P = precio de adquisición del FRN

Eurobonos

FRNs
Floating
Rate Notes

Bonos
"chatarra"

EUROBONOS

- Características principales:

- Se registran fuera de la jurisdicción legal del país de la moneda en que están denominados (en USD, emitidos en Islas Caimán, Londres o Luxemburgo => es un EURÓBONO)
- La mayoría denominados en USD (aunque también en otras monedas)
- Su mercado se desarrolló como respuesta a los altos impuestos y complicados trámites para emitir bonos en el país de la moneda local (por ej. PESOS en México)
- Necesidad de emisores e inversionistas, de contar con instrumentos flexibles, anónimos y de emisión expedita.
- Prestatarios -> GOBIERNOS SOBERANOS DE PAÍSES, GRANDES EMPRESAS, MULTINACIONALES, BANCOS Y ORGANISMOS MULTILATERALES (Banco Mundial, Banco de Desarrollo Asiático y Africano, entre otros)
- INVERSIONISTAS -> FONDOS DE RENTA FIJA, ASEGURADORAS, FONDOS DE PENSIONES, PERSONAS FÍSICAS.
- Se emiten al portador -> atractivo para acreedores, al guardar su anonimato.
- La mayoría de los eurobonos emitidos por países del Tercer Mundo, pagan los intereses y el principal a tiempo (a diferencia de los préstamos bancarios con pagos suspendidos)
- En México, la fiebre de la emisión de bonos inició desde 1989, siendo que la mayoría hasta 1991, fue de sólo 2, 3 ó 5 años máximo, con cupones de ALTAS TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES (mayores al 10%); muchas emisiones fueron colateralizadas, y bonos de reducción colateralizados emitidos por México en la renegociación de la deuda (intercambiados por 88% de la deuda elegible sujeta a restructuración bajo el Plan Brady)

BONOS CHATARRA

- Características principales:

- Conocidos como BONOS DE ALTO RENDIMIENTO
- Bonos corporativos que, dado su RIESGO CREDITICIO, NO GOZAN de una calificación ALTA por las agencias calificadoras (S & P o Moody's) para darles grado de inversión (investment grade) => calidad adecuada para inversionistas institucionales.
- Dicho mercado se desarrolló a inicios de los 80's por Mike Milken del Banco Burnham Lambert -> se dio cuenta de que los inversionistas podían obtener en sus carteras mayores tasas de rendimiento, ajustadas por riesgo via esos bonos.
- Ya que cerca del 95% de empresas (E. U.) con activos por 25 mil millones o más, SON CONSIDERADAS (por calificadoras) COMO DE "ALTO RIESGO" y no tiene acceso a mercados tradicionales de deuda, los BONOS CHATARRA fueron una fuente atractiva de financiamiento de largo plazo a tasas fijas.
- Con la influencia de Milken, este mercado alcanzó emisiones de más de 200 mil millones de dólares a fines de los años 80's, con prestatarios diversos.
- Pero no sólo se utilizaron para financiar inversiones tradicionales, sino para comprar APALANCADAS de empresas y otros negocios de dudosa reputación (violando la Ley de valores (SEC))

PALAZUELOS, Enrique
 "La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX" F.d. Síntesis
 España 1998 pp. 41-94, 95-132

Restictiva

- Disciplina ortodoxa => Δ tasa de interés
- Estados Unidos -> fuerte expansión del mercado financiero => Δ déficit financiero (5 billones en 95)
 - facilidades para emitir deuda -> MERCADO ACCIONARIO => Δ revalorización de títulos ya existentes
 - desarrollo de instituciones no bancarias (soc. de inversión, seguros, pensiones, mutualistas) => control del 30% del valor de los activos financieros (80-94)
 - bancos comerciales -> afectados => ∇ crédito. De 1980 a 1994, el valor de los activos redujo su participación relativa en el total de activos del sector financiero, de 60%, al 35%
 - familias de clase media -> poseen 40% de activos financieros de la economía => iniciaron una transferencia de depósitos de bancos hacia otros instrumentos innovadores de inversión.

POLÍTICA MONETARIA

Fuerte expansión del mercado financiero

ESTADOS UNIDOS

Terciarización

- Δ de servicios (70%); Sistema financiero representa el 18% del PIB
- Δ consumo privado => del 62% del PIB en los años setenta, al 68.5% en las décadas posteriores (ochenta y noventa), en cambio, la inversión se ha contraído al 16.5% del PIB
- Δ atracción de IED (de 70 mil mdd a 280 mdd)
- El ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo cayó.
- Desigualdad en la planta industrial en cuanto al avance tecnológico
- Política fiscal que supuso bajar las cargas impositivas sobre las rentas de los grupos sociales más altos, sobre ganancias financieras y otros beneficios de las empresas.

ECONOMÍA

Efectos en el exterior

- Fuerte alza de tasas de interés (altos rendimientos de los bonos del Tesoro)
- Gran atracción de capitales externos, dando lugar a una apreciación del dólar (70's-80's) de más del 50%, lo que a su vez presionó a una gran inestabilidad del mercado cambiario.
- La balanza de cuenta corriente que presentaba superávit en 1981 y 1982, de 2,000 y 5,000 millones de dólares, pasaron a ser déficit en 1985 de 150,000 millones de dólares y en 1986 de 165,000 millones (3.5% del PIB). Llegándose a una cifra sin precedentes de 166,000 millones en 1996 (2% del PIB).
- La balanza de capitales, tuvo que experimentar saldos ampliamente positivos, que precisamente expresaba el impacto de los flujos internacionales de préstamos e inversiones de capital directo. (entradas netas por 200 mil mdd en los años ochenta [OCDE])
- Estados Unidos se convirtió en el principal polo de la IED; en los ochenta absorbió el 45% del total de los países desarrollados; en cambio, las inversiones de este país al exterior, sólo representaron el 17% de la IED para los desarrollados
- La inversión de cartera registró entradas sucesivas hacia Estados Unidos, pasando de 60 mil mdd en 1985, a 70 mil mdd en 1986, para ubicarse en un nivel significativo de 280 mil mdd en la década de los noventa

Efectos de política económica en países

- La política monetaria de corte restrictivo se fue extendiendo a las economías de los demás países desarrollados => CONTROL DE LA INFLACIÓN =>
 - lo que llevó al aumento de sus tasas de interés
 - la defensa de sus monedas [entre 1980 y 1983, las tasas de interés promediaban un 15%; a mediados de la década, estuvieron por arriba del 19%, y a finales de la década se vieron tasas que rondaban entre los 3% y 5%]
- En los años noventa se generalizó una baja de las tasas de interés reales
 - Pasando de niveles de 8% y 9%, en los ochentas, a tasas reales del 5% hasta 1990
 - volviendo a repuntar al 6% desde 1994
- La inflación también a nivel mundial, tuvo su mayor crecimiento a principios de los años ochenta, en promedio de casi el 15%. No obstante, a principios de los noventa, el nivel de precios se redujo para ubicarse en una media del 4% anual.
- Esto fue gracias a las políticas monetarias y fiscales implementadas.
- Estimularon el financiamiento de las economías desarrolladas:
 - La tesis teórica es que las medidas monetarias restrictivas, se basan en que si las tasas de interés se incrementan, frenan el crecimiento de la oferta monetaria y por tanto, se ajusta el nivel de liquidez en la economía a su capacidad productiva, inhibiendo el crecimiento de los precios.
 - Sin embargo, a más de presentarse en el mundo menores niveles de liquidez, esta ha aumentado en montos sin precedente.
 - una parte significativa de esa base, se orienta al sector financiero, trasladándose de mercado en mercado (divisas, préstamos, acciones, obligaciones, créditos, productos derivados), no "derramándose" en la economía real de forma inmediata
 - Este acrecentamiento de la liquidez, le da holgura a los mecanismos de los gobiernos para controlar la base monetaria
 - Los mercados financieros absorben la mayor parte de la liquidez generada por los diversos agentes y operaciones, siendo el PRINCIPAL MECANISMO CON EL QUE CUENTAN LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS PARA CONTROLAR LA INFLACIÓN.
- Todas estas medidas, neoliberales, han permeando a todas las naciones (desarrolladas y en desarrollo), es decir: reducir la demanda agregada y culpar al sector público de ser el causante de las distorsiones monetarias en las economías actuales

Ahorro e
Inversión

- Se muestran reducciones en las capacidades de ahorro e inversión en los países desarrollados. Excepto Japón, que logra tasas de ahorro en promedio del 32% del PIB, en contraste con Estados Unidos, que alcanza sólo 15.5% del PIB.
- Las políticas reduccionistas de la liquidez, la política fiscal, la tendencia de terciarización de las economías, las diferencias en la distribución del ingreso y la reducción en las presiones inflacionarias, son elementos que alentan el consumo interno, en detrimento del ahorro.
- Se ha observado una disminución en la inversión de los años ochenta a los años noventa, en países desarrollados, con excepción de Japón, que presenta niveles del 30% del PIB, contra rangos del 20% al 25% en promedio en las demás potencias.
- Alteraciones cambiarias:
 - Con el mayor movimiento de los flujos de capital, se generó un potencial desestabilizador por el funcionamiento de los tipos flotantes desde los años ochenta.
 - De 1980 a 1984, la pérdida relativa frente al dólar fue del 50% al 60% en las monedas de Alemania, Francia, Gran Bretaña, Holanda y Suecia. De 70% en Italia, Japón y Suiza. Y de 100% en Canadá.
 - Otra inestabilidad del dólar, se presentó entre 1994-1995, prevaleciendo entre las empresas las actividades especulativas, dadas las condiciones de volatilidad.
- Desajustes en balanzas de pagos:
 - Creciente saldo negativo en la balanza en cuenta corriente de Estados Unidos, el cual se financió con grandes entradas de capital externo, en forma de inversión.
 - Entre 1986 y 1987, el déficit alcanzó un nivel del 3.5% del PIB; y en el lapso de 1983-1990, la proporción fue del 2.5%, es decir, unos 900 mil mdd. Del mismo modo, economías como Canadá y Gran Bretaña, experimentaron déficit que superaron los 100 mil mdd en cada caso. Caso contrario ocurrió con Japón y Alemania, que registraron superávit en su cuenta corriente del 3% de su PIB, esto es, unos 450 mil y 275 mil mdd, respectivamente.
 - En el caso de las importaciones de capital, Estados Unidos fue líder en este ámbito, ya que sumó 950 mil mdd entre 1982-1990, para pasar a un monto por 620 mil mdd entre 1991-1996. los principales exportadores de capital. Fueron Japón y Alemania.

**Crisis deuda
externa**

- En los años ochenta las condiciones de acceso de los países en desarrollo hacia los préstamos de la banca de los países desarrollados, cambiaron, ya que las tasas de interés y las condiciones de pago variaron súbitamente.
 - la Libor pasó del 8% en 1979, al 14% en 1980 y al 17% en 1981, como efecto de la política monetaria restrictiva de Estados Unidos.
 - encarecimiento de los créditos mundiales, retrasos en los pagos y otros factores desfavorables para los países prestatarios, por la recesión económica mundial
 - el comercio mundial entre los años 1981 y 1982, se contrajo notablemente, debido básicamente a que los precios de la materias primas experimentaban una caída generalizada en sus precios, afectando principalmente a los países en desarrollo
 - contrariamente, los elevados precios del crudo, en esos años, sirvió de alivio para algunos otros (México, Ecuador, Venezuela, Indonesia), aunque un descalabro para la mayoría que no cuentan con el recurso
 - no obstante, estos países se seguían endeudando, a pesar de las condiciones adversas (pagos de intereses elevados).
 - el endeudamiento de los países en desarrollo, entre 1980 y 1982, se ubicó en cerca de 750 mil mdd. América Latina presentaba una deuda global por unos 320 mil mdd hasta 1982. (México, Brasil, Venezuela, Argentina, Corea del Sur, Filipinas e Indonesia)
 - con relación al PIB, la deuda de estos países representaba el 26% y el 33% en los años de 1980 y 1982
 - pagos de intereses con relación al PIB: en México, del 47%; Chile, 50%; Argentina, 54% y Brasil, 57%.
 - en agosto de 1982, México anunció su incapacidad de pagos pendientes, declarando una moratoria unilateral de tres meses, solicitando una renegociación con los organismos acreedores.

Renegociación de deuda

- Renegociación de deuda:
 - los acreedores proponían rondas de negociación con cada país
 - la deuda global de 15 países, ascendía a 348 mil mdd, siendo que un 30% se debía a acreedores oficiales y cerca del 66%, a acreedores privados.
 - James Baker, propuso un reescalonamiento de la deuda y la concesión de nuevos préstamos, pero a condición de nuevos ajustes que propusiera el FMI. (política monetaria restrictiva, contención salarial, baja en gasto estatal y privatizaciones, liberalización comercial y financiera interna, y liberalización externa).
 - así, la deuda pasó de 865 mil mdd en el periodo 1983-1985, a 1.2 billones de dólares en 1989, en los países en vías de desarrollo.
 - la composición de la deuda se reconfiguró, ya que para 1988, el 42% de la misma se contrajo con acreedores públicos (en 1982, era del 32%); y en el corto plazo, la deuda con acreedores privados sólo era del 9% (contra el 28% de 1982)
 - para 1989, el valor nominal de la deuda de los países en desarrollo, superaba al valor del capital social de los grandes bancos en sólo 40%, contra más del 100%
 - entre 1995 y 1996, la deuda de los países en desarrollo se elevó hasta un nivel de 1.5 billones de dólares, pero las cargas de sus pagos se redujeron notablemente. Por ejemplo, la relación deuda/PIB pasó del 40% en 1989, al 32% en 1996.
 - Nicolas Brady propuso un nuevo esquema para refinanciar la deuda externa de los países en desarrollo, que consistió en: programas de ajuste monetario y liberalización interna y externa, implicando que la adecuada implantación permitía acceder a nuevos préstamos, lo que diversificaba el sistema financiero internacional y así poder acceder a los mercados internacionales de capitales = MERCADOS EMERGENTES.
 - entre 1990 y 1996, los nuevos flujos ascendieron a unos 285 mil mdd, evidenciándose una menor participación oficial y teniendo una mayor influencia privada.

Comercio mundial

- los intercambios comerciales entre los países desarrollados aumentaron de forma significativa en la década de los ochenta. Las exportaciones mundiales de mercancías aumentaron a una tasa anual del 2.5% entre 1980 y 1985, y de 1986 a 1996, lo hicieron en 6%. Los países desarrollados participaron en el 80% de esos intercambios.
- sólo tres regiones en el mundo son las que predominan: la Unión Europea (Alemania); la Asociación de Libre Comercio de América del Norte (Estados Unidos) y la Cuena del Pacífico (Japón).
- Factores que han incidido en la aceleración de las inversiones directas en el exterior
 - Eliminación de restricciones bancarias y otras regulaciones que limitaron los movimientos de capitales productivos (Estados Unidos y Gran Bretaña).
 - Apertura de sectores económicos estratégicos (telecomunicaciones, transporte aéreo y sector energético)
 - Cambios en inversiones de cartera a inversiones directas
 - Proceso de concentración empresarial, vía fusiones y absorciones
 - Privatización de grandes empresas públicas (países en desarrollo).
- Entre 1981 y 1985, el promedio anual de las inversiones directas, ascendió a 210 mil mdd; ya para la década de los noventa, la IED aceleraba su paso, variando de 210 mil mdd en 1990, a 350 mil mdd en 1995, para totalizar en el periodo cerca de 1.3 billones de dólares.
- Por su parte, la IEC, pasó de 25 mil mdd en 1981, a 60 mil mdd en 1985; alcanzando los 180 mil mdd a finales de la década, para arribar a unos 350 mil mdd de 1991 a 1995

Mercado cambiario

- en los setenta, equivalía a 75 mil mdd, para 1986 llegó a 190 mil mdd; para 1989, fue de 600 mil mdd. 820 mil en 1992 y 1.2 billones para 1995
- comprenden transacciones al contado, a plazo y en swap, ajustadas para corregir su doble contabilización en mercados locales y transfronterizos
- su operación diaria, equivalía al 19% del valor de las exportaciones mundiales, y al 84% de las reservas mundiales de dólares
- están presentes elementos de incertidumbre en este mercado, y eso hace que las diferentes corporaciones tiendan a usar instrumentos de cobertura de posiciones futuras (forward, futuros y swaps), valiéndose de los bancos y arbitrajistas, para pretender ganancias al final de sus operaciones especulativas
- se logra prácticamente el "mercado perfecto", esto es, libre movilidad de factores, flexibilidad de precios y amplia información
- 8 centros principales negocian cerca del 85% del valor diario del comercio mundial de divisas (Toronto, Nueva York y Chicago, controlan el 60%; Singapur y Hong Kong, el 10%; Frankfurt y París, el 8%; y Zurich participa en el 5%) pueden impactar negativamente en países que pretenden controlar sus monedas.
- el tipo de cambio tiene relación con varios factores que intervienen en su desenvolvimiento, destacando los siguientes:
 - ↳ sistemas financieros locales y su grado de integración con mercados internacionales.
 - ↳ tasas de ahorro e inversión
 - ↳ saldo en cuenta corriente.
 - ↳ tamaño y dirección de la IED.
 - ↳ situación sociopolítica de cada país.
 - ↳ las preferencias de los inversionistas en cada país, y la forma en que pueden influir en el comportamiento del tipo de cambio.

Mercados de capital

- Mercados internacionales de capital

- de 1981 a 1985 ascendía a un billón de dólares; entre 1986 a 1990, rebasaba los 2.1 billones, y para el lapso 1991-1995, la cifra llegó a 4.2 billones de dólares, es decir, un promedio anual de 840 mil mdd
- en los ochenta dominaban los préstamos (40% del total), contra casi la mitad de obligaciones
- a inicios de los noventa, las obligaciones pasaron al 52% y los préstamos representaron apenas el 24.5%, y se daba paso a un fuerte aumento de las emisiones titulizadas sin garantías (16.5%), y sólo el 4% de las que tenían garantía; en tanto que el mercado de acciones apenas representaba el 2.5%
- se habla de 120 mil mdd de préstamos entre 1983 y 1990, y con la renegociación, de unos 350 mil mdd. Son créditos denominados en monedas distintas a la del país al que pertenece el prestamista (europréstamos)
- Las *euroobligaciones*, son emisiones denominadas en una moneda distinta a la del país al que pertenece el agente emisor y a la del país en el que se colocan [por ej., México emite una obligación en dólares en España] (representaron el 80% del total)
- las *emisiones extranjeras*, denominadas en moneda del país en el que se colocan, diferente al país del agente emisor. [por ej., México emite una obligación en dólares en Estados Unidos; o en yenes, si es en Japón ('bonos samurai')]
- financiamiento, que implicó una especie de mezcla entre créditos y obligaciones, dando lugar a la "titulización", con garantía de un agente asegurador (formado por varios bancos). A mediados de los ochenta equivalieron a 135 mil mdd (una octava parte del mercado de capitales), para los años noventa, su participación declinó sobremanera
- Los NIF eran títulos con garantía que las empresas contrataban a corto plazo (3-6 meses) los cuáles a su vez conseguían líneas de crédito para financiarse a largo plazo (5-7 años), como si fueran obligaciones.
- los *facilities* sin garantía, eran como papel comercial (unos 70 mil mdd en los ochenta, ascendieron a 130 mil mdd en los noventa; 250 mil en 1994 y 450 mil en 1996, es decir, casi 30% del mercado de capitales)
- El mercado de acciones en 1991, sumaba los 20 mil mdd y para 1996 ya son 60 mil mdd. Su auge se debe al proceso de privatización de las empresas públicas.

Mercados de derivados

- Mercados de productos derivados

• Futuros

- son contratos estandarizados, negociándose en bolsa, con cámara de compensación que retenía los títulos en que se basaba la cobertura (garantía de cumplimiento hasta el vencimiento), y siendo el intermediario entre vendedores y compradores
- contratos sobre tipos de interés, tipos de cambio, índices bursátiles, sobre la base de activos financieros (títulos, divisas, préstamos) a una fecha fijada y con precios determinados, con depósito inicial y esperando ganancia en el futuro en base al comportamiento del activo
- es un mercado más especulativo, pues sólo el 5% de los contratos son ejecutados a su vencimiento
- el atractivo principal que representó este instrumento, fue obtener ganancias sin esperar la fecha de vencimiento
- en 1985 su valor era de 250 mil mdd, para 1990 llegar a 1.5 billones de dólares y en 1996, ubicarse en 6 billones

• Opciones

- las opciones suponen el derecho de compra (call) o de venta (put), sobre activos que pueden ser los mismos sobre los que se contratan los futuros
- lo que hace ejecutar una opción es lograr una ganancia, ya que si no es así, se abandona cualquier posición perdiendo la prima entregada inicialmente (1%-5%), sobre el valor subyacente
- a finales de los ochenta se contabilizaran cerca de medio billón de dólares, 1.2 billones en 1991 y más de 3 billones para 1995

• Swaps

Estos instrumentos de conversión, no tienen un mercado estandarizado y sólo se adecúan a lo acordado entre las partes contratantes, por vía bancaria.

- Esto ha implicado desorganización financiera, que permite que cualquiera participe y que pueda intercambiar todo tipo de títulos (tipos de interés, obligaciones, instrumentos con o sin garantía, divisas).
- Generando que este mercado haya crecido visiblemente: en 1988 sumaba 2 billones de dólares, 3.5 billones en 1990, 8.5 en 1993 y cerca de 18 billones en 1995

REFERENCIAS

- ALIDE (Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo) "Mercados de capital en América Latina: desafíos para la banca de desarrollo". En: "Comercio Exterior". Vol. 47. No. 7. Julio de 1997.
- ASPE Armella, Pedro. "El camino mexicano de la transformación económica". Ed. F.C.E. México. 1993.
- BANAMEX. "Deuda externa". En: "Examen de la Situación Económica de México. Mayo de 1996.
- BELLO, Alberto. "Desde el piso de remates". pp. 168-177. En: "Expansión". Enero de 2004 (35 años).
- BROOKS, Robin and Catao, Luis. "The new economy and global stock returns". IMF (Working paper). Estados Unidos. 2000.
- BMV. "Evolución del Mercado Global BMV y próximos listados". Agosto 2003.
- BMV. "Mercado Global BMV, las empresas del mundo en tu bolsa". Mayo 2003.
- CASTAINGTS Teillery, Juan. "La oferta de títulos empresariales en la bolsa de valores: el caso de México" En: Comercio Exterior. Vol. 46. Núm. 1. México. Enero de 1999.
- CARO, R. Efraín. Et. al. "El mercado de valores en México. Estructura y funcionamiento". Ed. Ariel. México. 1995.
- DIEZ DE CASTRO, Luis Y MASCAREÑAS, Juan. "Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales". Ed. Mc Graw Hill. Segunda edición. México. 1998.
- EITEMAN, David K. - STONEHILL, Arthur I. "Las finanzas de las empresas multinacionales" Ed. Addison-Wesley Iberoamericana. Estados Unidos. 1992.
- ESTEFANIA, Joaquín. "La nueva economía. La globalización" Ed. Debate. España. 2001.
- FRY, Maxwell J. "Dinero, interés y banca en el desarrollo económico". CEMLA. México. 1990.
- FMI "Mercados internacionales de capital" Cap. 3, julio de 1998.

- GOLDSTEIN, Morris. "El mercado de cambios y la inversión internacional actual: participantes, instrumentos y oportunidades" CEMLA. México. 1995.
- GITMAN, Lawrence. "Administración Financiera Básica". Mimeo.
- GUILLÉN Romo, Héctor. "Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina". En: "Comercio Exterior". Vol. 48. No. 6. Junio de 1998.
- HEYMAN, Timothy. "Inversión en la Globalización". Ed. Milenio, BMV, IMEF, ITAM. México. 1998.
- IMMEC, A.C. "Contexto legal del mercado de valores". México. Junio de 1992.
- KITCHEN, Richard L. "El financiamiento de los países en desarrollo". CEMLA. México. 1990.
- LITTLE, Jeffrey B. "Cómo entender Wall Street". Ed. Mc. Graw Hill. Colombia. 1991.
- MC KINNON, Ronald I. "Los mercados de capitales internacionales: la liberalización económica y el síndrome de la solicitud excesiva de préstamos". En "Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina". CEMLA. México. 1995.
- PALAZUELOS, Enrique. "La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX" Ed. Síntesis. España. 1998.
- RHIEL, Peter W. "Mercados de dinero y de capital". Ediciones Gestión. Barcelona. 1992.
- RUEDA, Arturo. "Para entender la bolsa. Financiamiento e inversión en el mercado de valores". Ed. Thomson Learning. 2002.
- SCHATAN, Jacobo. "América Latina: deuda externa y desarrollo, un enfoque heterodoxo". El Día. 1984.
- SELLON H., Gordon "Cambios en la intermediación financiera: el papel de las sociedades de inversión y los fondos de pensiones". En: Mansell, Catherine (compiladora). "Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina". CEMLA. México. 1995.
- SOROS, George. "La crisis del capitalismo global". Ed. Plaza Janés. México. 1999.

- SCHLESINGER, Jacob M. "Mercado de capitales, héroe de EE. UU." En: The Wall Street Journal. 1 de febrero del 2000. Negocios/Reforma México. p. 12A.
- VILARIÑO Sanz, Ángel. "Turbulencias financieras y riesgos de mercado." Financial Times. Prentice Hill. España. 2001.
- VILLAREAL, René. "La contrarrevolución monetarista: teoría, política económica e ideología del neoliberalismo". Ed. Océano. México. 1984.
- WELCH, John H. "El nuevo rostro de Latinoamérica: flujos, mercados e instituciones financieras en la década de 1990" CEMLA. México. 1995.
- World Federation of Exchanges.
- www.bmv.com.mx Portal de la Bolsa Mexicana de Valores
- www.amib.com.mx Portal de la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles
- www.bis.org Portal del Banco Internacional de Pagos
- www.imf.org Portal del Fondo Monetario Internacional
- www.worldbank.org Portal del Banco Mundial
- "El Economista". (Diario)
- "Reforma". (Diario)
- "El Financiero". (Diario)
- Gobierno de la República. "Plan Nacional de Desarrollo, 1995-2000". Talleres Gráficos de la Nación.