



*UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE  
MÉXICO*

---

---

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES  
ARAGÓN**

**CONCENTRACIÓN DE LAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE  
VALORES MEXICANO DESPUÉS DE LA LIBERACIÓN Y  
DESREGULACIÓN FINANCIERA**

**T E S I S**

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:  
MAESTRO EN CIENCIAS ECONÓMICAS

P R E S E N T A

**FREDY GUERRERO GUTIÉRREZ**



ASESOR: MTRO. JAIME LLANOS MARTÍNEZ

MAYO DE 2009



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



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

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

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

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

## **AGRADECIMIENTOS**

A Dios por permitirme estar aquí y mantenerme con bien mientras realizaba el presente proyecto. Pero sobre todo por haberme dado el regalo más grande que he recibido en mi vida, mi hija Itzayana.

A todo mi familia ya que gracias a su apoyo guía y cariño he logrado realizar uno de los anhelos más grandes de la vida. Fruto del inmenso apoyo, amor y confianza que en mí se depositó y con los cuales he logrado terminar la primera parte de mis estudios de posgrado.

De igual forma quiero agradecer a todas aquellas personas que me ayudaron en la realización de este proyecto. A la Dra. Irma Manrique que me estuvo ayudando durante los seminarios, a los profesores Rosalio Rangel y Darío Ibarra por sus observaciones en los coloquios y el profesor Jaime Llanos mi asesor. Por último a los profesores José Luís Martínez, David Placencia y Ernesto Vázquez por aceptar ser parte de mi jurado para la obtención del presente grado.

## ÍNDICE

<b>ÍNDICE .....</b>	<b>3</b>
<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>4</b>
<b><u>CAPITULO I. ASPECTOS TEÓRICOS DE LA LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA.....</u></b>	<b><u>10</u></b>
1.1 EL MODELO DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA DE RONALD I MCKINNON .....	10
1.2 MODELO DE MAXWELL J. FRY .....	14
1.3 Restricción financiera y represión financiera.....	17
1.4 Liberalización: Joseph Stiglitz.....	18
1.5 Los efectos de la liberalización y desregulación financiera en el mercado de capitales: el caso de México .....	22
<b><u>CAPITULO II. MERCADO DE VALORES EN MÉXICO.....</u></b>	<b><u>28</u></b>
2.1 ANTECEDENTES DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO.....	28
2.2 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES.....	30
2.3 Funciones del mercado de valores .....	32
2.4 Estructura del mercado de valores .....	32
2.5 El mercado de capitales y de dinero.....	35
2.6 Mercado mexicano de derivados (MexDer).....	41
2.7 El mercado primario y el mercado secundario .....	43
<b><u>CAPITULO III. GRUPOS ECONÓMICOS, LIBERALIZACIÓN Y CONCENTRACIÓN...45</u></b>	
3.1 ANTECEDENTES DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN MÉXICO. ....	45
3.2 EFECTOS DE LA CENTRALIZACIÓN DEL CAPITAL .....	49
3.3 Reformas al sistema financiero .....	52
3.4 Grupos económicos y estrategias.....	58
3.5 Concentración y centralización de capital .....	63
3.6 La reestructuración de las grandes empresas.....	66
3.7 Empresas y empresarios en el 2006 .....	71
<b><u>CONCLUSIONES .....</u></b>	<b><u>79</u></b>
<b><u>BIBLIOGRAFÍA .....</u></b>	<b><u>84</u></b>

## INTRODUCCIÓN

El mercado de valores es vital para el crecimiento y desarrollo de los países, pues permite a las empresas allegarse de recursos para la realización de nuevos proyectos de inversión optimizando su costo de capital y amplía las opciones de inversión disponibles para el público en general, brindándole la oportunidad de diversificar sus inversiones para obtener rendimientos acordes a los niveles de riesgo que esté dispuesto a asumir (CNBV, 2008). El mercado de capitales es el medio en el cual se hace factible la intermediación de instrumentos de largo plazo, tales como las acciones, orientados en primera instancia a la información y distribución de capital y al financiamiento de proyectos de expansión de la planta productiva. El desarrollo del país está sujeto a la capacidad de ampliar y modernizar la planta productiva en forma sostenida (Solís, 1997; 135).

De acuerdo a Edward M. Bernstein el mercado de capitales es un medio para transferir los ahorros líquidos del público a las compañías y entidades públicas que necesitan capital (Edward, 1967; 123), parte de este mercado juega un papel importante en la aceleración del desarrollo económico que se persigue, ya que la función principal de este mercado es precisamente proporcionar a las empresas nuevo capital y, por consiguiente, deben apoyarse las nuevas emisiones de las empresas existentes (Edward, 1967; 96).

Sin embargo en las últimas décadas existe una tendencia hacia la integración, vinculación y/o fusión del capital industrial, comercial y bancario. El predominio de grandes agrupaciones de empresas en varios sectores de la economía es uno de los rasgos del capitalismo moderno. En nuestro país encontramos los primeros indicios de concentración y centralización del capital en el porfiriato,<sup>1</sup> y a partir de las privatizaciones en la década de los ochenta este hecho ha transformado radicalmente los grupos económicos.

En México, los aspectos más importantes de los cambios en el proceso de concentración y centralización de capital están vinculados a la reorganización de los grupos de capital financiero a partir de 1983 con las reformas económicas y financieras que transformaron radicalmente la estructura de la propiedad y el control y con ello las formas de apropiación de la riqueza social por parte de los grupos.

Uno de los elementos fundamentales del proceso de reorganización capitalista después de la nacionalización de la banca (en los ochentas) fue el inicio del proceso de privatización de las casas de bolsa bancarias y posteriormente de los activos no financieros bancarios. Este proceso puede considerarse como un punto de inflexión y de partida para la recomposición de la oligarquía financiera. Las casas de bolsa pasaron a ser el instrumento principal de centralización y redistribución del capital y el núcleo de articulación de la propiedad oligárquica (Morera, 1998; 132).

---

<sup>1</sup> Ejemplo de ello el Grupo Monterrey

Los nuevos grupos (conformados por nacionales y extranjeros) sólo buscaron altos rendimientos, las políticas de liberalización financiera no establecieron mecanismos para enlazar la entrada de capitales al mercado de valores con la inversión real, se trajo por tanto al inversionista especulativo, con visión de altos rendimientos al corto plazo, lo que ocasionó que el mercado de capitales no se desarrollara.

La experiencia de los países desarrollados, indica que el crecimiento está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales. De hecho, a nivel mundial, la característica más importante del mercado de capitales es su tamaño (Vega, 1998; 262). El mercado de valores de México es muy pequeño, cotizan pocas empresas, el número de compañías se ha reducido a través de los años de 259 que existían en 1980 este número se redujo a 155 en 1986, después subió a 207 en 1986, para el año de 1994 volvió a subir a 201 (Cabello, 1999;263), de acuerdo a Vega Rodríguez para el año de 1998 en México oscilaban entre unas 300 a 350 empresas cotizando en la bolsa mientras que en estados Unidos desde hace tiempo el número estuvo cercano a las 5000 empresas registradas (Vega, 1998; 258), hoy en día cotizan 133 en la BMV.<sup>2</sup>

El mercado de valores mexicano se caracteriza por una concentración muy acentuada en los instrumentos del mercado de dinero, los cuales son esencialmente de corto plazo, y cuenta con un mercado de capitales relativamente pequeño, esto evidencia la fragilidad del mercado financiero mexicano, incapaz aún de financiar el desarrollo económico (Vega, 1998; 260). Además la estructura de propiedad de las empresas mexicanas se caracteriza por estar altamente concentrada. Por ejemplo, en el año de 1998, “la mayoría de acciones de Televisa, la empresa de telecomunicaciones más grande de habla hispana, es propiedad de dos familias: los Azcárraga y los Aleman. Otras empresas mexicanas inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) como VITRO, CEMEX Y Soriana son propiedad de unas pocas familias. En contraste, en Estados Unidos aun las empresas de mediano tamaño participan intensamente en el mercado de valores (Castillo, 2003; 37).” De hecho la estructura de propiedad de la típica empresa americana se encuentra dispersa entre un gran número de accionistas (Castillo, 2003; 38).

Como se acaba de mencionar, existe un fenómeno grave con respecto a lo que es la concentración en el mercado de valores mexicano fenómeno que aborde revisando lo más reciente que se ha escrito sobre el tema, buscando en libros y revistas especializadas, se acudió también a los anuarios financieros de la bolsa de valores. A esto se utilizaron métodos de análisis histórico y estadístico para el tratamiento de datos, porque no podemos pretender explicar una problemática como la que hoy nos aqueja sin entender correctamente su origen.

---

<sup>2</sup> Pagina de Internet de la BMV (Agosto del 2008)

Algunos de los objetivos de la siguiente investigación son señalar la falta de políticas encaminadas a enlazar la entrada de capitales con las compañías, la falta de supervisión y regulación a la entrada de capitales especulativos, profundizar sobre como funciona el mercado de valores en México el cual a pesar del tiempo (que ya es considerable) sigue siendo un mercado muy pequeño y poco desarrollado y principalmente investigar la concentración y centralización de capital en nuestro país. Ver el papel que juegan los grupos financieros dentro de la economía mexicana (si es que juegan alguno), verificar el grado de incidencia en el mejoramiento o deterioro del desarrollo económico de México

Después de la liberación y desregulación financieras se avalaron valores destinados para la compra de deudas empresariales, empresas grandes compran a otras empresas menores ya establecidas incrementando así su penetración en el mercado y poder oligopólico, además la compra de la participación de algunos accionistas por parte de los accionistas mayoritarios para incrementar su control sobre la empresa, mi hipótesis es que después de dicha liberalización y desregulación se acentúa la concentración de propiedad de las empresas en el mercado de valores mexicano y la formación de grupos económicos ya que las acciones del gobierno estuvieron solamente dirigidas a promover un crecimiento alto del mercado de valores, pero desordenado y arriesgado y desvinculado de la economía real.

Para estudiar el fenómeno de la concentración en la estructura de propiedad de las empresas que se acentuó después de la liberación y desregulación financiera se abordaron algunas de las principales teorías sobre la liberalización financiera. Primero se explica el modelo de Ronald I McKinnon el cual nos habla sobre los grandes riesgos que corre una economía ante la solicitud excesiva de préstamos en el transcurso de un programa de liberalización financiera, el cómo, cuando un país tiene una exitosa estabilización combinada con liberalización los prestamistas extranjeros intentan aprovechar la situación incrementando sus derechos sobre la economía recién liberalizada. La gente observa el tipo de cambio y las tasas de interés después de la reforma y proyecta a un futuro incierto, analizan la rentabilidad de forma miope sin tomar en consideración lo que sucedería si todos al mismo tiempo transfieren capital externo. El anterior problema se agudiza debido a que la afluencia financiera hacia un país menos desarrollado por lo general es de corto plazo. En ausencia de impuestos al encaje legal similares para las entradas de capital extranjero, las empresas nacionales son inducidas artificialmente a solicitar préstamos al exterior. Si se combinan estas distorsiones financieras con la miopía colectiva acerca de la rentabilidad, las entradas de capital en que incurren prestatarios privados se magnifican aún más cuando ocurre la liberalización. Para alentar la liberalización sin absorber capital extranjero McKinnon comenta que los organismos internacionales no deberían inducir la liberalización comercial mediante la asistencia financiera, ya que si se inyecta al momento de liberalizar, la liberalización se vuelve mucho más difícil de mantener.

Para Fry los topes máximos de las tasas de interés distorsionan la economía por tres vías. En primer lugar, las tasas de interés bajas tienden a favorecer el

consumo corriente y, por lo tanto, a reducir el ahorro. En segundo término, los prestamistas potenciales pueden optar por la inversión directa de rendimiento relativamente bajo, en lugar de otorgar créditos para financiar inversiones de más alto rendimiento, mediante depósitos bancarios. En tercer lugar, los prestatarios de los bancos que puedan obtener todos los fondos que necesitan a tasas bajas se inclinarán por los proyectos con más intensidad de capital. Menciona dos prerequisites para una exitosa liberación financiera: la estabilidad macroeconómica y una adecuada supervisión bancaria, aparte lo que él llama factores esenciales la estabilidad de precios, la disciplina fiscal y la credibilidad. Y que la inflación es un problema que destruye los mercados e impide su desarrollo y la contención para un proceso inflacionario exige control monetario y disciplina fiscal. Para lograr el objetivo los bancos centrales se pueden valer de operaciones de mercado abierto y en los países donde los mercados financieros no están abiertos el control monetario debe ejercerse por medio del encaje legal y del mecanismo de redescuento.

Después se estudio a su contraparte con Joseph Stiglitz economista que cree que la liberación puede ser una fuerza benéfica y particularmente en los pobres pero también que es necesario replantearse la forma en que ha sido gestionada, desde luego para el la liberación debe ser más pausada y ser una receta de acuerdo a las necesidades de cada país. Para lograr una liberalización exitosa Stiglitz recomienda una secuencia ya que si se fuerza la liberación sin antes haber instalado redes de seguridad y marcos regulatorios adecuados puede traer consecuencias catastróficas. En algunos casos las reformas de un sector, sin reformar otros, pueden de hecho empeorar las cosas. Por ejemplo la liberalización del mercado financiero no acompañada de un marco regulatorio adecuado es una receta prácticamente infalible para la inestabilidad económica, y puede llevar a que los tipos de interés más elevados vuelvan más difícil que los campesinos pobres puedan comprar las semillas y los fertilizantes que les permitan salir del nivel de subsistencia. La privatización, sin políticas de competencia y vigilancia que impidan los abusos de los poderes monopólicos, pueden terminar en que los precios al consumo sean más altos y no más bajos. La austeridad fiscal, perseguida ciegamente, en las circunstancias equivocadas, puede producir más paro y la ruptura del contrato social. Deben existir prioridades y estrategias, por ejemplo, una reforma agraria, con una reserva de dinero para mejorar la educación y la salud y para rescatar a los trabajadores que pierdan sus empleos.

Después se comenzó con una apreciación global de la que fue la desregulación y liberación financiera en México y como es que este hecho ocasionó la concentración de propiedad de las empresas en unas cuantas manos. Con este método se investigó cómo los grupos financieros aprovecharon las nuevas leyes para lograr apoderarse de empresas pequeñas y así poder ejercer un poder oligopolico lo cual ha ocasionado que los pequeños productores desaparezcan.

En nuestro capitulo 2 se elabora una breve reseña sobre los inicios del mercado de valores en México, Oscar León divide la historia de este mercado en dos etapas, la primera desde su origen en el año de 1850 cuando empresarios

Europeos y estadounidenses de la industria minera empezaron las primeras emisiones, y la segunda termina con la internacionalización y desde luego las operaciones electrónicas. Después se explica la importancia que tienen los mercados de valores, los cuales forman parte imprescindible para el crecimiento y desarrollo de los países, ya que permite a las empresas allegarse de recursos con los cuales se pueden realizar inversiones. Más sin embargo lo anterior se logra siempre y cuando el mercado de valores tenga el tamaño adecuado, y encontramos que en nuestro país el mercado de valores es pequeño.

Después encontramos una panorámica general sobre las funciones del mercado de valores, con lo que respecta a su estructura, encontramos a los reguladores, intermediarios, entidades operativas y entidades de apoyo. Por su parte las entidades reguladoras tienen la función de regular el desempeño y preservar la integridad del mercado, los organismos intermediarios son personas morales encargadas de realizar operaciones de corretajería, se encargan de poner en contacto la oferta y demanda de valores, dentro de las entidades operativas encontramos a las empresas emisoras y los inversionistas, finalmente las entidades de apoyo son las encargadas de proporcionar la infraestructura, la custodia y revisar el riesgo de los valores dentro del mercado.

Encontramos también información sobre el mercado de capitales y dinero se abordan los instrumentos que se manejan en dichos mercados, las clases de ofertas y desde luego sobre su funcionamiento e importancia. Al final del capítulo se habla sobre el mercado de derivados mexicano lugar donde se negocian instrumentos cuya característica básica es que su valor se obtiene a partir del precio de otros títulos o activos denominados subyacentes.

Finalmente en el capítulo 3 entramos de lleno al estudio de los grupos económicos y la concentración del capital. Desde luego no fue sorpresa encontrar que dichos grupos tienen una historia muy larga en nuestro país ya que como veremos los primeros registros datan desde el porfiriato, de igual forma leyes como la de Instituciones de Crédito de 1932 ayudan al proceso de concentración de capital. Durante el modelo de industrialización sustitutiva es donde más se desarrollan los grupos económicos los cuales son principalmente de propiedad familiar y es durante los años setenta cuando la mayoría de los grupos deciden cotizar en el mercado de valores, pero siempre conservando el poder en la empresa al ser dueños del paquete mayoritario. Gran parte de las empresas desarrollaron un proceso de integración vertical y normalmente se mantenían en actividades centradas en un cierto tipo de producción aunque hubo algunas que evolucionaron hasta conformar conglomerados altamente diversificados.

Desde luego esta concentración del capital acarrea efectos como el estrechamiento financiero, los oligopolios, quiebre de pequeñas y medianas empresas, un escaso desarrollo del mercado de valores entre otros que se verán a lo largo del trabajo. Claro que la concentración del capital no se debió a las libres fuerzas del mercado, sino que fue el efecto de una serie de estrategias llevadas a cabo por los grandes grupos de empresarios, por ejemplo el aprovechamiento de

en la diferencia de las tasas de interés nacionales e internacionales, las fusiones entre otras estrategias, ya para terminar veremos como es que se reestructuraron después de la crisis y al último como se encuentran las empresas y empresarios para el 2006.

## **CAPITULO I. ASPECTOS TEÓRICOS DE LA LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA**

Para estudiar el fenómeno de la centralización en la estructura de propiedad de las empresas que se acentuó después de la liberación y desregulación financiera se abordarán algunas de las principales teorías sobre la liberalización financiera. Primero se explicara el modelo de Ronald I McKinnon en el cual nos habla sobre los grandes riesgos que corre una economía ante la solicitud excesiva de préstamos en el transcurso de un programa de liberalización financiera, el como cuando un país tiene una exitosa estabilización combinada con liberalización los prestamistas extranjeros intentan aprovechar la situación incrementando sus derechos sobre la economía recién liberalizada, pero lamentablemente tienen una visión miope sin tomar en consideración lo que sucedería si todos al mismo tiempo transfieran capital externo. Por su parte Maxwell J, Fry, monetaristas que apoyan dicha liberación dice que los topes máximos de las tasas de interés distorsionan la economía, y propone algunos prerrequisitos para poder liberar una economía, y plantea como principales instrumentos el control monetario y disciplina fiscal. Después se estudiará a su contraparte con Joseph Stiglitz economista keynesiano que cree que la liberación puede ser una fuerza benéfica y particularmente en los pobres pero también que es necesario replantearse la forma en que ha sido gestionada, desde luego para el la liberación debe ser más pausada y ser una receta de acuerdo a las necesidades de cada país, con políticas keynesianas es decir una política monetaria y fiscal expansiva, y finalmente los efectos de dicha liberación y desregulación en el caso mexicano.

### **1.1 El modelo de liberalización financiera de Ronald I McKinnon**

De acuerdo a McKinnon (1995; 231-240) con la experiencia de los países del Cono Sur durante la década de 1970 se comenzó a hacer conciencia sobre el problema de la solicitud excesiva de préstamos en el transcurso de un programa de liberalización financiera. Con la liberalización se eliminaron aranceles y cuotas al comercio exterior, el déficit fiscal desapareció y se elevaron los techos a las tasas de interés aunado a una reducción del encaje legal y por el recién liberalizado sector privado se inundó la economía de deuda externa. Los países menos desarrollados solicitaron cantidades excesivas de préstamos quedando inundados de una crisis de deuda, lo cual se complicó debido a la crisis petrolera, por una parte, y por otra a lo que se consideró una desintegración masiva en la regulación pública sobre la toma de riesgos por parte de los bancos comerciales occidentales.

McKinnon analizó a Corea del Sur país en el cual para el año de 1964 se instrumentan reformas comerciales que incluyeron la liberalización parcial de las importaciones y la unificación de la moneda, para 1965 se dio una importante reforma financiera. El mercado de capitales interno logró crecer gracias a que las tasas de interés dejaron de fijarse a un nivel bajo para fijarse a un nivel alto, volviéndose así positiva en términos reales, lo anterior estuvo acompañado de una reforma fiscal. Desde luego las reformas financieras y el comercio exterior

incentivaron la producción y las inversiones productivas, la aparente rentabilidad futura de la economía se logró gracias a una liberación exitosa. Para 1966 una entrada de capitales de corto plazo tomó por sorpresa a los sudcoreanos con lo cual se produjo un dilema con lo que respecta en cuestiones de política económica, si el gobierno permitía la apreciación del tipo de cambio, las nacientes industrias exportadoras sudcoreanas evidentemente resultarían afectadas. Pero si el gobierno mantenía el tipo de cambio fijo mientras se inundaba de capital financiero, perdería el control de la base monetaria y la inflación regresaría, lo que sucedió a finales de los sesenta. De cualquier forma, el tipo de cambio real afectaría negativamente a los exportadores debido a que los precios de productos no comerciables aumentarían, pero el cambio no sería tan precipitado. La carga de la deuda externa se volvió un gran problema, si bien en el caso coreano fue manejable, debido a que la represión del comercio exterior fue mínima y se evitó un tipo de cambio negativo para los exportadores mediante mini devaluaciones constantes.

McKinnon se pregunta qué debieron hacer los sudcoreanos ante esta entrada inesperada de capitales. Cuando un país tiene una exitosa estabilización combinada con liberalización los prestamistas extranjeros intentan aprovechar la situación incrementando sus derechos sobre la economía recién liberalizada. Pero la entrada de capitales se acentúa si existe una estabilización financiera profunda en la que el país modifique las tasas de interés de un nivel bajo a un nivel alto o bien elimine del todo los techos a las tasas de interés. La gente observa el tipo de cambio y las tasas de interés después de la reforma y proyecta a un futuro incierto, analiza la rentabilidad de forma miope sin tomar en consideración lo que sucedería si todos al mismo tiempo transfieren capital externo. Lo que hoy parece rentable se vuelve menos rentable en unos cuantos años. McKinnon dice que la gente debería prever cómo se comportará la economía y entender que el tipo de cambio real se volverá en contra de los exportadores una vez que aumenten las entradas de capital a nivel macroeconómico. Que las personas no tienen visión de largo plazo como para prever qué sucederá con el equilibrio de la economía.

El anterior problema se agudiza debido a que la afluencia financiera hacia un país menos desarrollado por lo general es de corto plazo. Cuando el tipo de cambio real empieza a afectar negativamente a los exportadores es el momento en que debería pagarse el financiamiento de corto plazo. Sabemos que en cualquier mercado de capitales estrictamente del sector privado cada prestatario se enfrenta a una curva ascendente de oferta de financiamiento, cuanto más se pide más riesgoso se vuelve el préstamo en el margen, la curva ascendente de la oferta impuesta por los prestamistas privados refleja con precisión el riesgo creciente del prestatario privado a medida que incrementa su exposición. McKinnon pone de ejemplo los setenta y ochentas, cuando los gobiernos garantizaban los flujos crediticios. El gobierno receptor en el país solicitante del préstamo garantizaba los créditos privados con el extranjero. Mientras los países otorgantes del préstamo existen bancos oficiales para el fomento de las exportaciones e importaciones y seguros sobre depósitos para los bancos comerciales. Con lo anterior la curva normalmente ascendente de la oferta de financiamiento no reflejó a los

prestatarios privados individuales en el tercer mundo durante estas dos décadas de enorme acumulación de deuda externa.

La inflación persistente (En los países con sistemas financieros reprimidos), sumada al encaje legal interno, aumenta el margen entre las tasa de interés sobre depósitos y sobre préstamos. En ausencia de impuestos al encaje legal similares para las entradas de capital extranjero, las empresas nacionales son inducidas artificialmente a solicitar préstamos al exterior. Si se combinan estas distorsiones financieras con la miopía colectiva acerca de la rentabilidad, las entradas de capital en que incurrn prestatarios privados se magnifican aún más cuando ocurre la liberalización.

Para alentar la liberalización sin absorber capital extranjero McKinnon comenta que los organismos internacionales (FMI y Banco Mundial) no deberían inducir la liberalización comercial mediante la asistencia financiera, ya que si se inyecta al momento de liberalizar, la liberalización se vuelve mucho más difícil de mantener. Al permitir la entrada de capitales debido a la asistencia financiera, el tipo de cambio real afecta negativamente a los exportadores y a las empresas que compiten contra las importaciones, volviéndoles muy difícil ajustarse a la eliminación de protecciones. De acuerdo al autor la liberalización comercial y la estabilización financiera deberían realizarse sin ayuda de terceros, contando con la asistencia de organismos internacionales. Las importaciones y exportaciones deberían permanecer en equilibrio. Una inyección de capital al momento de la liberalización no sólo financia un incremento inusual de las importaciones y un descenso de las exportaciones, sino proporciona indicios equivocados sobre los precios de largo plazo a los mercados privados. Debido a que los prestamistas exageran las inyecciones de capital debería permitirse la libre entrada de capital extranjero para financiamiento después de ajustarse al programa de liberalización con éxito. Durante la liberalización debería incrementarse el control sobre las entradas y salidas de capital de corto plazo.

Por ello es importante no hacer uso de los cuantiosos apoyos fiscales de prestamistas externos, ya que el país se vuelve objeto de soborno para que abra sus cuentas comerciales, porque tiene un déficit fiscal no cubierto que los organismos internacionales cubrirán si se acuerda realizar una liberalización y dejar de fomentar la inflación con otras fuentes. Después para lograr una transparencia de capital en términos reales, el país debe incurrir en un déficit comercial desde el principio de la liberalización, desalentando así las exportaciones. Esta combinación no es muy conveniente si se desea sostener la liberalización, la política fiscal debe estar bajo control antes de liberalizar el comercio exterior y el mercado de capital internacional. La liberalización de la cuenta de capitales de la balanza de pagos se debe dar al final.

Además de los problemas macroeconómicos McKinnon habla del fracaso del mercado internacional de capitales, dice que las garantías gubernamentales han creado enormes incentivos para asignar equivocadamente el capital. Las distorsiones relacionadas con lo anterior tienen las siguientes características.

1. Ni los prestamistas ni los prestatarios reconocen riesgos comerciales, por lo tanto proyectos buenos como malos cuentan con las mismas garantías crediticias del gobierno.
2. Los bancos comerciales en las economías industrializadas prácticamente no tienen regulaciones relativas al riesgo de otorgar préstamos internacionales, a diferencia de disposiciones mucho más estrictas que gobiernan el otorgamiento de préstamos a nivel internacional. El predominio de los bancos comerciales en el mercado internacional de capitales se deriva de las desequilibradas políticas de regulación en los países industrializados.
3. Como consecuencia de los incisos 1 y 2, virtualmente no se ha desarrollado un mercado de valores primario de largo plazo normal, donde los prestatarios de países menos desarrollados vendan bonos o acciones a prestamistas individuales en las economías más ricas.

Anteriormente a la Primera Guerra Mundial la construcción de vías férreas en Argentina y Estados Unidos se financió en gran medida con la emisión en Londres de bonos de largo plazo denominados en libras esterlinas. Algunas plantaciones se financiaron con la flotación de acciones. Una quiebra en un proyecto ferrocarrilero sacaba fuera de la jugada a los tenedores de bonos sin poner en peligro la solvencia de algún banco importante o del sistema monetario.

McKinnon propone que debería alentarse al actual mercado internacional de capitales privados para financiamiento a recuperar el fortalecimiento que tenía a finales del siglo XIX. Esto se daría en forma natural eliminando gradualmente las garantías oficiales de créditos privados, si se eliminara el seguro de depósito y si las actividades nacionales e internacionales de los bancos comerciales estuvieran mejor equilibradas a las reservas para riesgos crediticios entre otras medidas. Aparte de que los bancos comerciales en países industrializados de pagos internacionales, no deberían participar en el negocio de los préstamos de largo plazo y alto riesgo.

Los organismos internacionales seguirían desempeñando un papel importante frente a los países que no constituyeran un buen riesgo crediticio, siempre y cuando los movimientos privados de financiamiento internacional se liberalizaran de esta forma. La asistencia técnica, el apoyo de largo plazo a proyectos y administración internacional de crisis proporcionada a los países pobres por los organismos internacionales seguirá siendo invaluable. Los organismos internacionales complementarían la evolución de un mercado internacional de largo plazo activo en bonos y acciones, donde los bancos comerciales que aceptarían depósitos estuvieran casi ausentes.

Desde luego la salida de bancos comerciales del mercado de capitales internacionales de largo plazo no podrá lograrse en breve debido a que la deuda de los países menos desarrollados es tan onerosa que solo los bancos tienen la capacidad y un interés establecido suficientemente fuerte, para refinanciarla. Para

otro otorgamiento excesivo de préstamos debe realizarse cambios profundos a las disposiciones bancarias.

## **1.2 Modelo de Maxwell J. Fry**

En su artículo "Políticas para el desarrollo financiero", Fry (1995; 123-142) comienza diciendo que para acelerar la tasa de crecimiento económico sostenido, el sector financiero debe movilizar con eficacia los recursos internos, asignarlos en forma eficiente para financiar nuevas actividades económicas productivas, y simultáneamente mantener la estabilidad macroeconómica. Para el autor la literatura económica tiene tres medidas cuantitativas de las condiciones financieras en los países en desarrollo la tasa de interés real de depósito, la población por sucursal bancaria y el cociente de intermediación financiera.

Para Fry los topes máximos de las tasas de interés distorsionan la economía por tres vías. En primer lugar, las tasas de interés bajas tienden a favorecer el consumo corriente y, por lo tanto, a reducir el ahorro. En segundo término, los prestamistas potenciales pueden optar por la inversión directa de rendimiento relativamente bajo, en lugar de otorgar créditos para financiar inversiones de más alto rendimiento, mediante depósitos bancarios. En tercer lugar, los prestatarios de los bancos que puedan obtener todos los fondos que necesitan a tasas bajas se inclinarán por los proyectos con más intensidad de capital.

De igual modo los topes máximos de tasa de depósito y de préstamo tienden a empeorar la distribución del ingreso ya que cuando estas tasas se mantienen muy por debajo de los niveles de equilibrio de mercado, la mayor parte de la renta económica va a dar a las manos de los grandes prestatarios, y no de los pequeños ahorradores y prestamistas. También los métodos de producción con gran intensidad de capital estimulados por las bajas tasa de interés reducen la demanda de trabajo lo que ocasiona que los salarios de la mano de obra no especializada declinen. Así mismo los préstamos bancarios vienen a concentrarse en un pequeño número de importantes clientes establecidos, la mayor concentración tiende a reducir la eficiencia, finalmente las políticas crediticias selectivas o los programas de crédito dirigidos reducen la flexibilidad del sistema financiero, al mismo tiempo que acrecienta su fragilidad.

### **1.2.1 Prerrequisitos para el desarrollo financiero**

Fry menciona dos prerrequisitos para una exitosa liberación financiera: la estabilidad macroeconómica y una adecuada supervisión bancaria, aparte lo que el llama factores esenciales la estabilidad de precios, la disciplina fiscal y la credibilidad.

El menciona que la inflación es un problema que destruye los mercados e impide su desarrollo y la contención para un proceso inflacionario exige control monetario y disciplina fiscal. Desde luego la disciplina fiscal constituye el prerrequisito para la estabilidad monetaria, una vez lograda la disciplina fiscal, debe ser factible una instrumentación eficiente de la política monetaria. La estabilidad de precios es la meta de política monetaria que debe perseguirse y el

mejor indicador para juzgar el éxito de la política monetaria puede ser el deflactor implícito de PNB

Para lograr el objetivo los bancos centrales se pueden valer de operaciones de mercado abierto y en los países donde los mercados financieros no están abiertos el control monetario debe ejercerse por medio del encaje legal y del mecanismo de redescuento. Lo usual para los mercados no abiertos es que el banco central use sus servicios de redescuento para apoyar la política gubernamental de crédito selectiva o dirigida. El mecanismo de redescuento no puede utilizarse para el control monetario cuando su uso se reserva al financiamiento de las actividades prioritarias, a tasas de interés subsidiarias dadas sus repercusiones en el acervo monetario. Un mecanismo más simple y eficiente al de el sistema de redescuento es el servicio de sobregiro del banco central, en lugar de someter a escrutinio cada documento presentado para su redescuento, el banco central podría ofrecer un servicio de sobregiro a cada banco. Aquí podría fijarse el volumen total de sobregiros y subastarlo entre las instituciones de depósito.

La política monetaria mencionada hasta el momento es válida para una economía cerrada o una economía con tipo de cambio flotación libre. Pero como la mayoría de países en desarrollo son economías abiertas y virtualmente ninguno de ellos practica un tipo de cambio que flote libremente deben coordinarse la política monetaria y la cambiaria. Una apreciación del tipo de cambio real inducida por la inflación hace que el precio de las exportaciones rebase el del mercado mundial y que el de las importaciones sea inferior al de los bienes producidos internamente. El resultado es que la balanza de pagos en cuanta corriente pasa a registrar un déficit. Eventualmente, se presenta una crisis de balanza de pagos, cuando el país ya no puede obtener préstamos en el exterior para financiar el exceso de importaciones, en relación con las exportaciones. Así la estabilidad macroeconómica requiere que las políticas monetarias y cambiaria sean compatibles, a fin de evitar que se produzca una elevación del tipo de cambio real inducida por la inflación. Una expansión monetaria requiere un régimen de paridad móvil o de libre flotación.

En una economía abierta deben ser compatibles entre si las políticas de tasas de interés y de tipo de cambio, con un tipo de cambio definitivamente fijado, las tasas de interés internas no deben desviarse mucho de las que prevalecen en el país o países a cuya moneda está vinculada la moneda nacional. Las tasas de interés nominales del país deben ser superiores a las del exterior en la misma magnitud que la prevista depreciación monetaria. Si los ahorradores no tienen la seguridad de que sus activos financieros internos produzcan el mismo rendimiento real que los externos, transferirán sus ahorros al exterior. Voluntad política y políticas macroeconómicas congruentes son todos ellos elementos necesarios para que se tenga confianza en las políticas adoptadas. Fijar el tipo de cambio y fijar también el déficit fiscal es una forma segura de provocar fugas de capitales que trastornarán el sistema económico.

En los países del cono sur aun después de la liberalización financiera y de la cuenta de capital las tasas de interés del dólar, ajustadas en función de las preanunciadas devaluaciones, eran mucho más bajas que las de la moneda nacional lo que fue el resultado de incongruencias en las políticas. En Argentina y Uruguay, los déficit gubernamentales eran demasiado cuantiosos, en Chile, el problema fue la indización salarial retroactiva. La causa esencial de esas elevadas diferencias era indudablemente la falta de confianza en las anunciadas políticas de liberalización y estabilización.

Con respecto a la regulación y la supervisión Fry dice que son posiblemente los campos en que puede dar más fruto el futuro trabajo sobre los problemas de los sectores financieros de los países en desarrollo. Primero hay que resolver la intrincada cuestión teórica de la relación entre la liberación financiera y la regulación apropiada, después distinguir entre regulaciones apropiadas y regulaciones inapropiadas, establecer marcos regulatorios adecuados y examinar caso por caso. Los países en desarrollo no poseen o no pueden atraer suficiente personal experto para manejar con eficiencia un servicio de supervisión bancaria, y mucho menos una comisión de valores. Los organismos reguladores gubernamentales generalmente ofrecen salarios que son demasiados bajos para atraer personal calificado que ejerza una efectiva supervisión de las instituciones financieras. Por ello los programas de desarrollo financiero deberían empezar por desarrollar mercados de activos financieros simples, de corto plazo, tales como los bonos de Tesorería y los certificados de depósito negociables, en vez de los mercados de acciones. La escasez de auditores en la mayoría de los países en desarrollo sugiere la conveniencia de utilizar servicios de auditores externos como en el caso de Bélgica donde el auditor realiza auditorías selectivas periódicas y rinde informes sobre las políticas generales del banco y lo adecuado o inadecuado de sus sistemas y organización, incluido su sistema interna de control. El auditor debe también refrendar todos los datos estadísticos y de otra índole que comunique el banco. El periódico cambio de auditores permite un control constante de éstos.

Fry plantea que la solución al problema de la elevada proporción de activos improductivos en las carteras de muchas instituciones financieras es la reforma de la política financiera para lograr una eficaz y eficiente movilización de los recursos internos, los altos porcentajes de activos inoperantes constituyen uno de los más serios problemas que afrontan los sistemas financieros en los países en desarrollo. La asignación de recursos por el sector financiero debe basarse únicamente en el criterio de la eficiencia económica, la descentralización permite a las instituciones financieras responder más adecuadamente a las condiciones locales y mejorar la eficiencia. Las instituciones financieras de propiedad estatal son por lo común las más eficientes, en los sectores financieros de los países en desarrollo.

La reforma a la política financiera concierne a la política de tasas de interés, el mantenimiento de tasas de interés bajas por decisión administrativa a fin de estimular las inversiones, no suelen funcionar ya que desalientan el ahorro

financiero, fuente de los fondos para inversión. Los objetivos más apropiados en los países en desarrollo son la eficiente asignación y movilización de los recursos internos y tanto la eficiencia como la movilización del ahorro se maximiza cuando las tasas de interés institucionales se establecen en su nivel de equilibrio del mercado libre y se eliminan los impuestos discriminatorios a la intermediación financiera. Dada que los sistemas financieros en los países en desarrollo son oligopólicos, la solución competitiva probablemente tendrá que ser impuesta. Un modo de estimular consiste en que el gobierno emita valores y bonos de Tesorería con atractivos rendimientos, lo usual es que los únicos tenedores de valores gubernamentales sean las instituciones financieras. Debe señalarse que una adecuada estructura de las tasas de interés afecta tanto al gobierno como al sector privado. De hecho si el gobierno se resiste a competir en esa forma, el desarrollo financiero está condenado al fracaso. El paso siguiente serían las ventas por licitación, en las cuales podrían participar directamente los inversionistas, así como corredores y otros agentes, Este esquema tiene la doble ventaja de asegurar que tanto el gobierno como el sistema bancario ofrezcan a los ahorradores rendimientos competitivos.

La existencia de mercados financieros no competitivos ha sido uno de los efectos secundarios de las políticas gubernamentales de selección del crédito, en los sectores financieros la especialización ha incurrido como resultado de decretos y prohibiciones. Lejos de reducir los costos de intermediación, la especialización inducida casi siempre los ha elevado, con ello se destruyó cualquier competencia real o potencial y, por desgracia, no se logró el objetivo de una adecuada y eficiente distribución del crédito, por lo regular se asigna al banco especializado los escasos recursos para financiar grandes e ineficientes inversiones, mientras que otros proyectos de inversión más pequeños quedan desprovistos de fondos. Menos especialización y menos fragmentación son prerequisites para tener un eficiente y vigoroso sector financiero.

### **1.3 Restricción financiera y represión financiera**

La economía analizada por McKinnon es una economía en desarrollo financieramente reprimida, él parte del argumento de que la represión financiera (distorsiones indiscriminadas de los precios financieros, incluidos los tipos de cambio y las tasas de interés) reduce la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero, en relación con las magnitudes no financieras. Muchos países llegaron a la represión financiera sin darse cuenta, la política que realmente se pretendía era una restricción financiera.

La restricción financiera favorece las instituciones y los instrumentos financieros de los que el gobierno puede extraer un sustancial señoreaje, y desalienta los demás. Por ejemplo, el dinero y el sistema bancario se ven favorecidos y protegidos, porque pueden imponerse el encaje legal y la tenencia obligatoria de bonos del gobierno, con el fin de allegarse fondos provenientes de esas fuentes de ahorro a un costo poco oneroso o nulo, por concepto de intereses, para el sector público. Se imponen topes máximos a las tasas de interés, para que el sector privado no pueda competir con el sector público en la captación de

fondos. Medidas como la imposición de controles cambiarios, topes máximos a las tasas de interés y elevados encajes legales, así como la supresión o estancamiento de los mercados de capital privados, pueden aumentar el flujo de recursos internos hacia el sector público, sin incrementar los impuestos, la inflación o las tasas de interés.

Una restricción financiera bien lograda tiene mayor transferencia de fondos del sistema financiero al sector público, hace que la velocidad de circulación del ingreso sea baja y descendente. Todo esto permite financiar un mayor déficit público, con una tasa de inflación y un nivel de tasas de interés nominales dados. Por otra parte las políticas crediticias selectivas son comunes dentro de la restricción financiera, y es necesaria la restricción ya que de otro modo se establecerían canales financieros expresamente diseñados para dirigir el crédito subvencionado hacia usos de más alto rendimiento privado. Para que las políticas selectivas de crédito sean operantes, los mercados financieros deben mantenerse segmentados y restringidos (Fry, 1990; 15-16).

#### **1.4 Liberalización: Joseph Stiglitz**

La Liberalización de los mercados fue uno de los pilares aconsejados por el Consenso de Washington durante los ochenta y noventa, uno de los aspectos de la liberalización que goza de respaldo para el Fondo Monetario Internacional (FMI) es la liberalización comercial, ya que esta expande la renta de un país al desplazar los recursos de empleos menos productivos a más productivos, la ideología del FMI argumentaba que se crearían nuevos y más productivos empleos a medida que fueran eliminados los viejos e ineficientes empleos creados tras murallas proteccionistas. La creación de nuevas empresas y empleos requiere capital y espíritu emprendedor, y en los países en desarrollo suelen escasear debido a la ausencia de financiación bancaria y a la falta de educación. Para Stiglitz un ejemplo de éxito fue en el Este asiático, se abrieron de manera lenta y gradual, en esos países se aprovechó la globalización para expandir sus exportaciones lo que ocasionó que crecieran más rápidamente. Desmantelaron sus barreras proteccionistas cuidadosa y sistemáticamente, bajándolas sólo cuando se creaban nuevos empleos, asegurándose que había capital disponible para la creación de nuevos empleos y empresas, incluso adoptaron un protagonismo empresarial promoviendo nuevas empresas.

Stiglitz menciona que hoy en día no se fuerza la apertura de los mercados emergentes con la amenaza militar sino a través del poder económico, amenazas de sanciones o simplemente la retirada de ayuda en momentos de crisis. Esta apertura se ha llevado a cabo por las presiones de los países industrializados pero con cierta hipocresía ya que animó la liberación comercial por ejemplo de los productos que exportaba, pero a la vez siguió protegiendo los sectores en los que la competencia de los países en desarrollo podía amenazar su economía.

Con respecto a la liberalización de los mercados financieros Stiglitz recuerda que los países industrializados aprendieron duras lecciones de desregulación financiera a pesar de haber esperado a tener sistemas financieros fuertes y los

países en desarrollo habían sido estimulados a hacerlo a marchas forzadas. Las consecuencias de las crisis bancarias debido a la desregulación del mercado de capitales fueron dolorosas para los países industrializados pero más graves para los países en desarrollo ya que estos últimos carecen de seguridad para mitigar el impacto de la recesión. De igual forma la competencia limitada en los mercados financieros significaba que la liberalización no siempre acarrearía tipos de interés más bajos. En lugar de ello, los agricultores comprobaban en ocasiones que debían pagar tipos más altos, con lo que les fue difícil comprar semillas y fertilizantes.

Esta liberalización lleva consigo eliminar las regulaciones que pretenden controlar el flujo de dinero caliente hacia y desde los países, contratos y préstamos a corto plazo que habitualmente son apuestas sobre los tipos de cambio. El dinero especulativo no puede utilizarse para construir fábricas o crear empleos y en realidad el riesgo del dinero caliente implica que resulte menos atractivo hacer inversiones a largo plazo en un país en desarrollo. Para manejar los riesgos vinculados con esos volátiles flujos de capitales, se aconseja a los países que aparten de sus reservas una suma igual a sus préstamos a corto plazo denominados en divisas, por lo tanto con la liberalización de los mercados de capitales los que deciden pedir fondos a corto plazo son las empresas privadas, pero el que debe ajustar sus reservas para preservar una posición prudente es el Estado.

El FMI defendía la liberalización del mercado de capitales diciendo que los mercados libres son más eficientes y, que la mayor eficiencia se traduce en mayor crecimiento y que sin la liberalización los países no podrían atraer capital extranjero y en especial inversión directa. Los partidarios de la liberalización esgrimieron que la liberalización fomentaría la estabilidad ya que diversificaría las fuentes de financiamiento. En tiempos de recesión los países podrían acudir a los extranjeros para cubrir la deficiencia en los fondos nacionales, mas sin en cambio no sabían que los banqueros prefieren prestar a quienes no necesitan su dinero, seguramente habrían visto cómo, cuando los países tienen dificultades, los prestamistas extranjeros sacan su dinero, agravando la crisis económica (Stiglitz, 2002;81-96).

Para lograr una liberalización exitosa Stiglitz recomienda una secuencia ya que si se fuerza la liberación sin antes haber instalado redes de seguridad y marcos regulatorios adecuados puede traer consecuencias catastróficas. En algunos casos las reformas de un sector, sin reformar otros, pueden de hecho empeorar las cosas. Por ejemplo la liberalización comercial acompañada de altos tipos de interés es una receta prácticamente infalible para la destrucción de empleos y la creación de paro a expensas de los pobres. La liberalización del mercado financiero no acompañada de un marco regulatorio adecuado es una receta prácticamente infalible para la inestabilidad económica, y puede llevar a que los tipos de interés más elevados vuelvan más difícil que los campesinos pobres puedan comprar las semillas y los fertilizantes que les permitan salir del nivel de subsistencia. La privatización, sin políticas de competencia y vigilancia que

impidan los abusos de los poderes monopólicos, pueden terminar en que los precios al consumo sean más altos y no más bajos. La austeridad fiscal, perseguida ciegamente en las circunstancias equivocadas, puede producir más paro y la ruptura del contrato social.

Deben existir prioridades y estrategias, por ejemplo, una reforma agraria, con una reserva de dinero para mejorar la educación y la salud y para rescatar a los trabajadores que pierdan sus empleos. Una reforma agraria, adecuadamente implantada, que asegure que los trabajadores no sólo tengan tierra sino también acceso al crédito y a los servicios de extensión que les enseñen cómo utilizar nuevas semillas y técnicas de plantación, podría impulsar notablemente la producción (Stiglitz, 2002; 103-115).

Durante más de setenta años ha habido una receta estándar para cuando un país se enfrenta a una severa caída en la actividad económica. El gobierno debe estimular la demanda agregada mediante políticas monetarias o fiscales: recortar impuestos, subir el gasto o flexibilizar la política monetaria. De acuerdo a Stiglitz para mantener la economía tan cerca del pleno empleo como sea posible debe imponerse una política monetaria y fiscal expansiva (o al menos no contractiva) y la combinación exacta de ambas dependerá del país en cuestión, deberá igualmente haber una reestructuración financiera. Si al liberalizar una economía se aplica una mayor rigidez en la política monetaria es decir subir los tipos de interés, una empresa muy apalancada quiebra rápidamente, y si no quiebra se descapitaliza a gran velocidad, porque debe pagar abultadas sumas a sus acreedores. Los elevados tipos de interés engrosan el número de empresas en apuros, lo que a su vez expande el número de bancos que afrontan préstamos impagados lo que debilita la posición de los bancos, lo que finalmente contrae la demanda y oferta agregada (Stiglitz, 2002; 140-169).

#### **1.4.1 Liberalización de los mercados de capitales**

Para Stiglitz la liberalización de los mercados de capitales provocó los efectos más adversos. Los modelos económicos postulaban que los países en desarrollo eran iguales a los países desarrollados, salvo en cuanto recursos y sobre todo menos capital. Lo que indujo a los países en desarrollo a creer que si lograban obtener más capital, podrían crecer con mayor rapidez. Si no podían generar ahorro internamente, entonces tendrían que recurrir al exterior. El argumento era que siempre que el rendimiento superara la tasa de interés que se pagaba, la inversión era buena para la economía por lo tanto el préstamo podría pagarse fácilmente, y el remanente de la ganancia enriquecería al país. Tampoco importaba mucho si el capital era de corto o de largo plazo.

Al liberalizar los mercados de capitales habría un flujo constante de capital de los países más desarrollados a los de menos desarrollo, con lo cual ambos grupos saldrían beneficiados ya que los países desarrollados tendrían un mayor rendimiento del capital, y los países con menos desarrollo debido a la entrada de un mayor volumen de capital, llegarían a tener salarios más altos y mayor productividad. Se pregonó que habría una mayor estabilidad y en períodos de

contracción, los países en desarrollo podrían pedir préstamos en el exterior para fortalecer sus economías.

Sin embargo los defensores de la liberalización no contemplaron que las corrientes de capital de corto plazo son sumamente volátiles, en lugar de amortiguar la volatilidad económica, como predecían sus defensores, contribuyeron en gran medida a producirla, e incluso cuando no eran los factores causantes del problema, acrecentaron la magnitud de las fluctuaciones. Estas corrientes de capital son, en particular, altamente procíclicas. Entran en un país cuando todo marcha bien, y salen cuando las cosas andan mal. Los banqueros son amigos en tiempos de bonanza: están dispuestos a prestar cuando los países no necesitan dinero. Y los países cometieron la insensatez de dejarse seducir por el atractivo de los préstamos. Pero cuando las cosas se ponen difíciles, los bancos exigen la devolución de su dinero, justamente como pasó en el pasado en América Latina

Además de la volatilidad y el carácter procíclico de estos fondos los prestatarios no tomaron plenamente en cuenta los factores externos, por ejemplo las altas tasas de interés pueden llevar a la quiebra incluso a los que sólo se han endeudado modestamente; la contracción fiscal y monetaria empuja al desempleo a millones de trabajadores. Generalmente los economistas preguntamos si existe una intervención en el mercado que pueda corregir ese factor externo, como por ejemplo un impuesto sobre la actividad que genera dicho factor. Si los préstamos de corto plazo generan el riesgo de que actúe un factor externo, entonces es preciso gravar con un impuesto los préstamos de corto plazo.

Con préstamos de corto plazo no se pueden construir fábricas ya que es dinero que puede entrar o salir del país de un día para otro. La prudencia aconseja mantener reservas por un monto equivalente al de sus deudas de corto plazo en moneda extranjera. Esto significa que si un país contrae un préstamo por 100 millones de dólares, debe tener en reserva ese mismo monto que podría haberse utilizado para construir escuelas o carreteras. Esas reservas le generan una ganancia, pero la situación del país en su conjunto es peor, porque las reservas se mantienen normalmente en letras del Tesoro a corto plazo en dólares que hoy en día tienen, digamos, una rentabilidad de menos del 2%, mientras que el país tiene que pagar tal vez el 18% o más al banco estadounidense. El costo neto para el país es de 16 millones de dólares, una transferencia neta del país en desarrollo pobre a los Estados Unidos. Esto puede contribuir al crecimiento de los Estados Unidos, pero es difícil imaginar que pueda favorecer el crecimiento de los países en desarrollo. Esto demuestra que el costo total de los préstamos no corre por cuenta del prestatario, y esto es también una falla del mercado.

Para Stiglitz no hay duda de que cuando entra capital en un país es fácil ver los beneficios pero también es obvio que las ventajas que obtienen los países no compensan las pérdidas que sufren en caso de crisis, esas crisis que ocurren con tanta frecuencia y regularidad y cuyos efectos negativos han sido particularmente profundos en América Latina. Finalmente, el costo de las quiebras ha ido subiendo

ya que ha aumentado el número de acreedores y eso hace más difícil solucionar los problemas en forma ordenada, y también porque la combinación de acreedores nacionales y extranjeros, incluidas las instituciones financieras nacionales, y la coexistencia de deudas en dólares y en moneda nacional no sólo plantean cuestiones de difícil solución en lo que respecta al trato equitativo, sino que además hacen recaer los efectos adversos de las crisis en la viabilidad de las instituciones financieras nacionales, socavando aún más la economía (Stiglitz, 2003; 21-23).

### **1.5 Los efectos de la liberalización y desregulación financiera en el mercado de capitales: el caso de México**

Un elemento primordial en las transformaciones mundiales ha sido la apertura y desregulación del sector financiero, una de sus principales características es la globalización de los mercados de valores. El financiamiento empresarial y el endeudamiento público adquieren características nuevas: a) la penetración de inversionistas internacionales a mercados emergentes, b) participación ilimitada de inversionistas internacionales principalmente en los mercados secundarios, su participación no ha sido importante en las emisiones primarias de capital, c) las inversiones extranjeras se concentran en títulos de corto plazo de endeudamiento interno, d) los fondos canalizados a través de los mecanismos bursátiles a los mercados emergentes tienen una volatilidad intrínseca alta, por ser especulativos y ser canalizados precisamente mediante títulos de mercado el cual el Estado fomenta pero restringe su control sobre la entrada y posible salida del país de las inversiones internacionales de cartera. Así, los mercados de capital y de dinero de los países en vías de desarrollo asumen una dinámica especulativa propia, desligada de la planta productiva nacional (Cabello, 1999; 21-22).

Se practican políticas de liberación y desregulación indiscriminadas sin pensar en los riesgos y sin tomar en cuenta la regulación necesaria para evitar las inversiones especulativas y las salidas masivas de las mismas. Las instancias regulatorias del mercado de valores se convierten en promotoras del mercado, sin atribuciones para promover el ahorro y la inversión a los intereses de la nación, se afecta directamente la real posibilidad del estado para responder a las demandas y necesidades de toda la sociedad y no sólo de un grupo (Cabello, 1999; 124).

#### **1.5.1 Reforma Financiera y la Apertura**

De acuerdo a lo oficial, la reforma del Estado nació para dar respuesta a demandas básicas y revalorar las libertades individuales, rechazar el burocratismo y la ineficiencia, y repensar las bases ideológicas de la acción del estado. También pretendió tener una visión social y de justicia por lo cual se llevó a cabo bajo principios del denominado liberalismo social (Rebolledo, 1993; 16). La reforma Estatal se dijo que tuvo incentivos en dos diferentes escenarios, en lo externo, por el nuevo entorno internacional (globalización económica y financiera), en lo interno, por la pluralidad política creciente, las nuevas demandas sociales, las tensas circunstancias de 1985 y 1988.

### **1.5.2 La desregulación financiera**

La desregulación puede ser entendida como un proceso de eliminación excesiva de leyes, acompañadas de la regulación de nuevas leyes para ajustar la estructura y operación del sector financiero al nuevo contexto internacional. La desregulación se puede interpretar como la eliminación de restricciones que impedían una apertura financiera, la participación privada, el despegue de instituciones financieras (como el mercado de valores), permitiendo su liberación e integración con los mercados financieros internacionales (Cabello, 1999; 143).

“Para dar paso a las reformas financieras la política financiera estuvo guiada por los objetivos de alcanzar una regulación de mercado de los intermediarios financieros y una creciente apertura en los servicios financieros, acorde con una economía más abierta, capaz de generar un ingreso adecuado de divisas en función de los requerimientos de moneda extranjera del proyecto de cambio estructural. Así, en unos cuantos años ocurrieron un conjunto de rápidos cambios, del encaje legal se pasó al coeficiente de liquidez y este último se eliminó también, se vendieron los bancos a distintos grupos económicos, se pactó una determinada secuencia para el establecimiento de intermediarios financieros extranjeros en el mercado local, con una paulatina incorporación al mercado financiero local (Correa, 1994; 5-6).”

### **1.5.3 Visión Neoliberal Del La Liberación Financiera**

La teoría de la liberación financiera afirma que la liberación promueve la eficiencia de las instituciones financieras con el debido apalancamiento institucional y de capital externo para acrecentar los recursos financieros y dar vitalidad a los mayores niveles de ahorro a inversión para incentivar el crecimiento económico, y por tanto, una mayor generación de empleos y una mejor distribución de la riqueza.

Los planteamientos de liberación financiera critican las formas tradicionales de financiamiento de los países en vías de desarrollo (deuda externa, subsidios gubernamentales). El diagnóstico de la teoría señala que en estos países existe una insuficiente generación de ahorro y mercados financieros ineficientes en un ambiente de represión financiera. Su propuesta consiste en dirigir políticas públicas financieras para incrementar el ahorro y acelerar el proceso de acumulación de capital, hay que terminar con la represión y dar lugar a la liberalización basada en el mercado.

Esta teoría sostiene que las políticas de control sobre la tasa de interés, imposición de encaje legal y asignación directa de crédito a sectores prioritarios provocan efectos negativos en la generación de ahorro, por lo que plantea la necesidad de terminar con la represión financiera y dejar al mercado la responsabilidad de asignar los recursos del ahorro hacia mejores posibilidades de inversión. Los efectos negativos de represión financiera fueron planteados por Mc Kinnon, observó que la tasa de interés de los depósitos es una función positiva y creciente del encaje legal y la tasa de inflación (Antezano, 1994; 21-55).

El modelo anterior ignora las limitaciones de los mercados, así como la fragmentación sectorial financiera y la fragmentación estructural existente en las economías, en los países en vías de desarrollo son imperfectos lo que resulta en decisiones pobres de inversión, recursos escasos al largo plazo para el desarrollo y frenos a las economías de escala. “La situación social de su población, la administración ineficiente de recursos y la practica desvirtuada del federalismo. Considerando estas fragmentaciones característica en los países en vías de desarrollo, las decisiones de mercado no pueden ser eficientes, ni congruentes con las prioridades sociales de corto y largo plazo de una nación, debido a varios factores como los siguientes:<sup>3</sup> 1) los inversionistas privados maximizan su propia riqueza privada, y no la social, 2) las decisiones eficientes de inversión requieren una *planeación adecuada* del financiamiento del desarrollo, ahora inexistente en los países en vías de desarrollo, 3) la existencia de profundas segmentaciones en los mercados y en los distintos niveles de desarrollo regional y 4) las asimetrías existentes con los países desarrollados (Cabello, 1999;156-157).”

Un inversionista privado siempre busca el interés propio maximizando sus ganancias, a el no le importa comprometerse socialmente con el desarrollo del país, lo que provoca más inconvenientes y fragmentaciones económicas como la concentración y centralización de los recursos, empresas monopólicas, la marginación de ciertos grupos y la acentuación de desigualdades sociales. Con la globalización se da entrada a productos de otros países que pueden ser más competitivos que los nacionales lo que ocasiona que el inversionista local pierda interés en la inversión productiva, y para no perder invierte especulativamente en los mercados financieros, llegando a sacar valiosos recursos que pueden fomentar el desarrollo.

El proceso de liberación y desregulación en México se llevo acabo de una manera muy rápida, así como en la mayoría de los países en vías de desarrollo lo que afectó negativamente la infraestructura financiera, este no es un caso especial en este tipo de países, tampoco los países desarrollados se escaparon de varios síntomas negativos soló que ellos pudieron superarlo ya que cuentan con mejor infraestructura tecnológica, no tienen grandes problemas de deuda externa, etc., un modelo de desarrollo basado en el mercado y modernización financiera debe diseñarse de acuerdo a las fragmentaciones de la economía e ineficiencias de los mercados financieros para poder diseñar políticas públicas que permitan un desarrollo sostenido.

#### **1.5.4 Desregulación Del Mercado De Valores En México**

A partir de 1988 se adoptan políticas de desregulación financiera en México ya que el sector financiero se encuentra descapitalizado, técnicamente insolvente e ineficiente en la asignación de recursos. En este contexto, la desregulación financiera en México fue concebida como esencia de la eficiencia financiera.

---

<sup>3</sup> Esta problemática es planteada por Edgar Ortiz, *Financial Intermediation and Financial Integration in Developing Nations: The case of Mexico*, tesis doctoral, Estados Unidos, University of Wisconsin, Madison, 1977, capítulos III y IV.

Al respecto Leopoldo Solís comenta que el proceso de intermediación que realizan los mercados de valores es de gran importancia para la dinámica de una economía de libre mercado, aquella donde existe la propiedad privada y el Estado solo interviene como regulador y orientador tanto de las instituciones sociales.

En el esquema de globalización mundial existe una tendencia inexorable a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero. En este nuevo entorno financiero mundial esta presente la tendencia a la desintermediación del sistema bancario, y esta ganando terreno la practica de las empresas de obtener el financiamiento para su expansión a través de la bursatilización de valores.

Las formas tradicionales de financiamiento sustentadas en el crédito bancario están perdiendo importancia relativa frente a otros tipos de financiamiento.

Es cierto que el proceso de integración financiera internacional, así como la intensa búsqueda de recursos financieros complementarios para apoyar la acumulación de capital de los países en desarrollo, a través de apertura económica y préstamo del mercado internacional, han implicado que dichos recursos provengan de una manera significativa de forma importante del mercado internacional de valores y, en menor medida de crédito bancario.

Por su parte, los bancos de inversiones y las casas de corresponsalía pueden emitir instrumentos de deuda garantizada que aprovecha prácticamente cualquier mercado de capital en cualquier divisa, instrumentos negociables a escala mundial, con posibilidades de arbitraje entre cualquier opción de una gama de alternativas siempre creciente (Solís, 1997; 106-107).

Por su parte Guillermo Ortiz dice que el proceso de desregulación y apertura financiera tuvo como objetivo alentar el desarrollo de un mercado de valores más grande y eficiente con el propósito de no depender exclusivamente del financiamiento bancario para la inversión y el desarrollo nacional, que hasta 1993 era responsable de 75% del crédito en el país. Se señalaron como objetivos principales su sano y eficiente funcionamiento, su educación a las nuevas condiciones económicas y financieras y su articulación con las funciones del sistema bancario para alentar el ahorro y la inversión (Ortiz, 1994; 17).

El fomento al mercado de valores se centró en la apertura a la inversión extranjera y en la creación de nuevos instrumentos que se asumen a la intermediación bancaria para apoyar el ahorro y la inversión productiva. Se eliminó el encaje legal el cual se sustituyó con operaciones de mercado abierto.

Mas sin en cambio, el proceso de desregulación ocasionó uno de los elementos fundamentales del proceso de reorganización capitalista después de la nacionalización de la banca fue el inicio del proceso de privatización de las casas de bolsa bancarias y posteriormente de los activos no financieros bancarios. Este

proceso puede considerarse como un punto de inflexión y de partida para la recomposición de la oligarquía financiera (Morera, 1998; 132).

Con la privatización de las casas de bolsa bancarias se inició el proceso de reagrupación de la aristocracia financiera y con ello un cambio en la naturaleza de la propiedad, con el que se transitó de un capitalismo estrictamente familiar a otro mucho más basado en amplias coaliciones de potentados dispuestos por un centro dominante.

En México, la vía efectiva mediante la cual se han constituido los grupos de capital financiero ha sido, desde la década de los sesenta, la unificación de sus máximos órganos de decisión (industriales, comerciales, financieros, etc.); este mecanismo se transformó paulatinamente a partir del proceso de privatización en 1983, de la venta de los certificados de aportación patrimonial (caps) en 1986 y, posteriormente, en 1990, con la privatización-globalización de Telmex y de la banca y la conformación de los grupos financieros<sup>4</sup> (Morera, 1998;141)

### **1.5.5 La Bolsa Mexicana De Valores Después De La Liberalización y Los Grupos Financieros**

Después de la liberalización la bolsa mexicana de valores tuvo un crecimiento impresionante, desafortunadamente se basó en inversiones especulativas de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros de portafolio (La mayoría de las inversiones se realizaron en el mercado secundario). Debido a las libres restricciones grandes sumas de capital se movilaron a los mercados de dinero y de capital aprovechando los altos rendimientos, pero fueron inversiones desvinculadas de la economía real.

Las nuevas políticas no tuvieron mecanismos para conectar la entrada de capitales con la inversión real, tampoco para cerciorar su estancia en el mercado, además de la inmovilidad y falta de capacitación de los organismos reguladores. Sus acciones estuvieron dirigidas a promover un crecimiento alto del mercado de valores, pero desordenado y arriesgado y desvinculado de la economía real. Particularmente debe destacarse que se acreditó la emisión de valores que normalmente no estaban destinados a apoyar proyectos de inversión real de las empresas, por el contrario para la compra de deudas empresariales, la compra por parte de empresas grandes de otras empresas menores tenía el propósito de incrementar la penetración en el mercado, lograr un poder monopólico, o la compra de participación de algunos accionistas por parte de los accionistas mayoritarios para incrementar su control sobre las empresas, acentuándose la formación de grupos financieros. (Cabello, 1999; 258-259)

La reorganización de los grupos de capital financiero en México permitió, mediante el proceso de privatización, que la centralización patrimonial adoptara

---

<sup>4</sup> Con el concepto de grupos financieros nos referimos a los grandes grupos empresariales actuales, estructurados en torno a la propiedad accionaria que les permite controlar las principales actividades productivas y financieras del país.

simultáneamente las nuevas formas de socialización capitalista de la propiedad (capital accionario) y de centralización del control (controladoras). Asimismo, este proceso posibilitó una nueva forma de integración de los conglomerados industriales comerciales y de servicios, así como una nueva forma de estructura oligárquica. A su vez, el proceso de apertura externa, la incorpora a los mercados globales de capital, dinero de riesgo, y la necesidad de competir en los mercados internacionales de bienes y servicios, tendieron a transformar a los grupos nacionales en transnacionales, con estructura horizontal o diversificada (mediante alianzas estratégicas globales o parciales) (Morera, 1998; 34).

La reorganización de los grupos fue posible ya que con la reprivatización se devolvió inmediatamente las instituciones financieras no bancarias, primordialmente las casas de bolsa, a sus antiguos dueños, se indemnizó generosamente a los exbanqueros para restablecer la confianza de la iniciativa privada en la economía y en las políticas económicas del gobierno y se reestructuró al sobredimensionado e ineficiente sistema bancario, promoviendo las fusiones y liquidando a los bancos pequeños e ineficientes (Ruiz, 1984).

Finalmente queda mencionar que debido a todo lo anterior fue el detonante de la crisis del 94, los grandes capitales que arribaron se concentraron en pocas compañías, este proyecto estaba destinado a beneficiar a unos cuantos grupos empresariales mermando la disponibilidad de recursos financieros para todo tipo de empresas la que contribuyó a la desaparición de muchas de ellas afirmando aun más el carácter monopolizador de los recursos captados por el sector financiero mexicano y concentrador de la riqueza que se ha venido acumulando desde que México adoptó abiertamente el neoliberalismo económico y financiero.

## **CAPITULO II. MERCADO DE VALORES EN MÉXICO**

### **2.1 Antecedentes del mercado de valores en México**

De acuerdo a Oscar León (León, 2004; 1082-1084) la historia del mercado de valores en México puede dividirse en dos etapas; la primera abarca desde su origen, a mediados del siglo XIX, hasta 1975, cuando comienza la etapa moderna, de consolidación y crecimiento, hasta el presente. Las primeras operaciones con títulos accionarios en México datan de 1850, cuando empresarios europeos y estadounidenses de la industria minera realizaron las emisiones de aquéllos. En ese año surgió la Lonja Minera del Señor Trigueros, a la que acudían ingenieros de minas, empresarios e inversionistas nacionales y extranjeros para negociar acciones. Asimismo, fue de fama la trastienda de la pastelería de la señora Filomena Mayeu, viuda de Genin, porque ahí se formalizaban sociedades anónimas y se realizaban operaciones de compraventa de títulos.

En 1866 se creó la Bolsa Mercantil de México, que comenzó a difundir una publicación periódica que registraba el comportamiento de los mercados bursátiles de Londres, París y Nueva York, así como de valores mexicanos en México, París y Londres. El 31 de octubre de 1894, un grupo de empresarios definió un marco reglamentario para la actividad bursátil y constituyó la Bolsa Nacional de México, que luego se transformaría en la Bolsa de Valores de México (BVM).

En los inicios del siglo XX la turbulencia provocada primero por la revolución mexicana y después por el estallido de la primera guerra mundial dislocaron el comercio y el transporte internacionales. Todo ello repercutió en la actividad de la BVM, por lo que en 1916 las autoridades decretaron su clausura para ponerla desde entonces bajo la supervisión y reglamentación de la Secretaría de Hacienda.

La bolsa adquirió su primer local en 1920: una vieja casona en el centro de la ciudad de México. Sin embargo, debido a los efectos de una crisis mundial, el local tuvo que cerrar de septiembre a diciembre de 1924. En el decenio siguiente se hicieron importantes reformas al sistema financiero mexicano, como la de 1932, que reconoció la importancia de las bolsas de valores al incluirse en la nueva Ley de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, un capítulo especial sobre éstas, así como la de 1933, que permitió a la BVM obtener una concesión del gobierno federal el 29 de agosto, de ese año.

En 1946, siguiendo el ejemplo de la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés), en México, se creó la Comisión Nacional de Valores con el objeto de vigilar la actividad bursátil en el país. La bolsa se inauguró en 1957; contaba con un salón de operaciones o piso de remates cubierto por una bóveda de avanzada arquitectura, así como con el equipo para el registro y el procesamiento de operaciones y la elaboración de estadísticas. En ese año se instrumentó la modalidad de remate continuo, poniéndose fin a la negociación a golpe de martillo.

En 1975, con la promulgación de la primera Ley del Mercado de Valores, se definieron con claridad las responsabilidades de las autoridades, las bolsas, los intermediarios y las emisoras, y se impulsó la institucionalización de las casas de bolsa. Como consecuencia, las bolsas de Monterrey y Guadalajara debieron fusionarse con la de la ciudad de México, al no cumplir aquéllas con la exigencia mínima de 20 casas de bolsa miembro, con lo que de nuevo cambió su razón social por la actual de Bolsa Mexicana de Valores, S.A de C.V. (BMV). Entre 1978 y 1980 se fortaleció la infraestructura bursátil al crearse el Instituto Nacional para el Depósito de Valores (Indeval) para la custodia y la liquidación centralizada y computarizada de valores; la Academia Mexicana de Derecho Bursátil y la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (hoy Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles, AMIB); de igual importancia fue la primera oferta de certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) que en 1978 dio vida al mercado de títulos de deuda.

El mayor auge del mercado accionario desde el principio del siglo, señala Heyman, ocurrió en el sexenio de 1982 a 1988 y fue consecuencia tanto del impulso dado al mercado por la Ley de 1975, como de la prosperidad petrolera de la época. Esto se reflejó en una bonanza sin precedente de nuevas emisiones (23 en 1978 y 33 en los primeros cinco meses de 1979) y en la consolidación de las casas de bolsa como intermediarios bursátiles (Heyman, 1998; 176).

Después, el colapso económico de 1982 se reflejó en el mercado, que en agosto de año cayó a un nivel similar al registrado después de la nacionalización de la industria petrolera de 1938. Cuando el mercado reflejó la recuperación económica y financiera tras la crisis de la deuda, se dio otro auge en 1987, esta vez sobre todo de acciones de instituciones financieras, el cual sin embargo terminó bruscamente el 6 de octubre de ese año arrastrado, en un primer momento, por la caída de la Bolsa de Nueva York (NYSE), y más tarde por su propia dinámica, que lo llevó a caer 74% en 28 días de operación (del 6 de octubre al 17 de noviembre).

En 1990 se inauguró el centro bursátil en el que se acondicionaron, en un moderno edificio situado en el hermoso Paseo de la Reforma, las oficinas de la BMV, la AMIB y el Indeval, al igual que dos funcionales pisos de remates para los mercados de capitales y de deuda. En abril de 1990 se dio al Sistema de Información de Valores (Siva) libertad para difundir información de mercado en tiempo real y en 1993 se inició la operación de títulos opcionales (warrants<sup>5</sup>) en el piso de remates y se inauguró el primer Sistema Automatizado de Transacciones Operativas (SATO) de México.

---

<sup>5</sup> Los títulos opcionales de compra o venta son emitidos por intermediarios bursátiles o empresas. A cambio de una prima, el tenedor adquiere el derecho opcional de comprar o vender al emisor un determinado número de valores a los que se encuentran referidos, a un precio de ejercicio y en un plazo estipulado en el documento. El proyecto más reciente del Mercado Mexicano de Derivados (Mexder) apunta al listado de opciones, con lo que se dejará de operar con warrants.

Al cobrar relevancia la operación electrónica de valores, la BMV puso en funcionamiento los sistemas BMV-SENTRA Títulos de Deuda en 1995 y BMV-SENTRA Capitales en 1996, este último en sustitución del SATO. En enero de 1996 se realizó la última operación en el piso de remates del mercado de deuda, por lo que a partir de entonces estos valores se negocian de forma electrónica, mientras que para el mercado de capitales esto fue posible a partir del 11 de enero de 1999.

La internacionalización de la BMV en su etapa moderna comenzó con la apertura a la inversión extranjera en noviembre de 1989 con la creación del Fondo Nafin o fondo neutro, para facilitar la adquisición foránea de acciones mexicanas; asimismo, en mayo de 1991 comenzó la cotización de las acciones de Telmex como American Depositary Receipts (ADR's). Estos dos acontecimientos impulsaron un nuevo auge en el mercado accionario mexicano. El índice llegó a su máximo el 8 de febrero de 1994, cuando el valor de capitalización se ubicó en 222 millones de dólares, contra los dos millones de 1982. Como resultado de las negociaciones del capítulo XIV del TLCAN en materia de servicios financieros, se permitió a partir de 1994 la presencia de filiales de casas de bolsa extranjeras en territorio nacional y en junio de 1997 se listaron las primeras cuatro emisoras extranjeras (las argentinas YPF, IRSA, TEAR2 y TECO2) en el Sistema Internacional de Cotizaciones (SIC) de la BMV. En materia de deuda, también en 1997, se inició la negociación de títulos de deuda del gobierno federal colocados fuera del país con los UMS3 y los bonos Brady.

## **2.2 Importancia del mercado de valores**

El proceso de intermediación que realizan los mercados de valores es de capital importancia para la evolución dinámica de una economía de mercado, es decir, aquella dentro de la cual existe la propiedad privada y el Estado sólo interviene como regulador y orientador tanto de las instituciones sociales como de las personas físicas. Dentro de la economía de libre empresa, una parte importante de la producción de mercancías y servicios es desarrollada por particulares. De esta forma, abundan las sociedades mercantiles creadas para satisfacer necesidades con fines de lucro.

En el esquema de la globalización, existe una gran tendencia a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero. En este nuevo entorno financiero mundial está presente una tendencia a la desintermediación del sistema bancario, y está ganando terreno la práctica de las empresas de obtener el financiamiento para su expansión a través de la bursatilización de valores, desde luego este proceso es más avanzado en los países desarrollados ya que estos cuentan con mercados financieros avanzados y homogéneos (Solís, 1997; 106-107).

Puede definirse al mercado de valores, como el conjunto de normas y participantes (emisores, intermediarios, inversionistas y otros agentes económicos) que tiene como objeto permitir el proceso de emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores inscritos en el Registro Nacional de

Valores. El mercado de valores es vital para el crecimiento y desarrollo de los países, pues permite a las empresas allegarse de recursos para la realización de nuevos proyectos de inversión optimizando su costo de capital y amplía las opciones de inversión disponibles para el público en general, brindándole la oportunidad de diversificar sus inversiones para obtener rendimientos acordes a los niveles de riesgo que esté dispuesto a asumir (CNBV, 2008).

En la actualidad, los mercados de valores forman parte imprescindible en el juego de los sistemas financieros. El comportamiento de los sistemas financieros en las últimas décadas confirma que la importancia de la intermediación financiera se ha dado por sí misma, al provocar definitivos procesos de desintermediación de los sistemas bancarios. Es decir, las formas tradicionales de financiamiento basadas en el crédito bancario han perdido terreno ante los financiamientos bursátiles (Vega, 1998; 71).

Por otra parte la experiencia de los países desarrollados, indica que el crecimiento está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales, a nivel mundial, la característica más importante del mercado de capitales es su tamaño (Vega, 1998; 262). Lamentablemente el mercado de valores de México es muy pequeño, cotizan pocas empresas, el número de compañías se ha reducido a través de los años de 259 que existían en 1980 este número se redujo a 155 en 1986, después subió a 207 en 1986, para el año de 1994 volvió a subir a 201 (Cabello, 1999;263), de acuerdo a Vega Rodríguez para el año de 1998 en México oscilaban entre unas 300 a 350 empresas cotizando en la bolsa mientras que en estados Unidos desde hace tiempo el número estuvo cercano a las 5000 empresas registradas (Vega, 1998; 258), hoy en día cotizan 133 en la BMV (BMV, 2008). En una investigación Prieto encuentra que el valor de capitalización promedio por emisora en diversos países: Canadá, Brasil, España, Corea y México, está alrededor de 250 o 270 millones de dólares, mientras que en el caso de México tenemos 811 millones de dólares en promedio, lo que significa que son pocas empresas y muy grandes (Prieto, 2001; 3).

Ya para mediados del año 2007 John Moody comenta que la bolsa mexicana es muy pequeña en términos de empresas listadas, con sólo 135 un número muy limitado al compararnos con economías similares a la nuestra, por ejemplo a las 379 del mercado de Brasil, 1,600 de Corea y 504 de Tailandia. Nos hace referencia a las 3,000 y 7,000 compañías en México con ventas de más de 20 MDD al año que podrían cotizar en el mercado de valores, pero que no lo hacen, y de acuerdo a su investigación la razón principal es el alto costo de la regulación y las tarifas por cotizar, así como los elevados cargos que las empresas deben pagar a los intermediarios financieros que las hacen públicas. Muchas empresas pequeñas que logran pasar todas estas barreras, observan como los precios de sus acciones pronto languidecen debido a que pocos inversionistas se atreven a comprarlas, pues prefieren apostar principalmente por las compañías más grandes. La tendencia de las empresas listadas en la bolsa es de seguir a la baja a pesar de que se están haciendo esfuerzos para que no suceda, ello a través de

incentivos a las empresas nuevas por ejemplo pagar el 50% de los costos para poder cotizar y no cobrar derechos por al primer año (Moody; 2007).

Otra razón por la cual no crece el mercado de valores es que los activos con los que cuentan las casas de bolsa en lugar de ser invertidos en acciones, se invierten en deuda del gobierno y bonos corporativos. Por ejemplo en el año 2006 sólo se ocupó el 35% de los activos para invertir en acciones (Moody; 2007).

En el mercado de valores, lo que se ofrece y demanda puede ser dinero o documentos, que significan una obligación de proporcionar un rendimiento para quien lo emite y representa un activo para quien lo acepte. No necesariamente se necesita un lugar físico para negociar. La compra venta puede efectuarse por teléfono, sistemas informáticos, fax, Internet u otro medio electrónico. En las bolsas de valores se negocian físicamente algunos títulos, pero no es el único medio. Como ya se mencionó se dejaron de realizar operaciones de viva voz, en las cuales los operadores en el piso de remates de la bolsa gritaban sus ofertas. Actualmente, todo es mediante transacciones electrónicas (Díaz, 2006; 93-94).

### **2.3 Funciones del mercado de valores**

La Bolsa es una institución privada, aún así está regulada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Los dueños de ésta son las casas de bolsa, quienes por ley deben de tener una acción. Como propietarios tienen la responsabilidad de facilitar infraestructura y servicios necesarios para que puedan, tanto las empresas como los demandantes, hacer negociaciones.<sup>6</sup>

La importancia para un país de tener un mercado de valores, radica en ayudar a las compañías a crecer y, bajo el apoyo de los accionistas, puede aportar recursos que permitan generar ahorros y ganancias para el desarrollo de proyectos con el fin de hacer crecer la infraestructura económica de un país.

Los valores adquiridos van al portafolio del cliente, donde éste puede monitorear el precio o el valor que tienen. Es importante aclarar que no es necesario tener uno de éstos para poder saber como van las cotizaciones, éstas pueden ser consultadas en periódicos especializados de circulación nacional en México se tiene El Financiero o Bolsatel (esmas.com).

### **2.4 Estructura del mercado de valores**

El funcionamiento del mercado financiero en México se sustenta en una estructura institucional que permite distinguir los siguientes elementos: reguladores, intermediarios, entidades operativas y entidades de apoyo (Solís, 1997; 109-110).

---

<sup>6</sup> El mercado de valores funciona de la siguiente manera: una empresa acude a una casa de bolsa y ésta a su vez ofrece al público inversionista las acciones para que se puedan comprar y vender. Los inversionistas dan órdenes a través de los promotores de la casa de bolsa (los cuáles deben ser certificados por la CNBV) y éstos emiten el mandato a sus corredores para que busquen, en un sistema electrónico llamado SENTRA, una oferta y compren o vendan las acciones correspondientes.

### **2.4.1 Organismos reguladores**

Los organismos reguladores tiene como función regular el desempeño del mercado de valores, intentando preservar la integridad del mercado, son tres los organismos reguladores del mercado de valores: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

#### **2.4.1.1 Secretaría de Hacienda y Crédito Público**

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

Igualmente, está encargada de otorgar o revocar concesiones o autorizaciones para la constitución y operación de bolsas de valores, instituciones para el depósito de valores y casas de bolsa.

#### **2.4.1.2 Banco de México**

En relación con la regulación del mercado de valores, al Banco de México le corresponde, entre otras atribuciones, dictar las disposiciones a las que deberán sujetarse las casas de bolsa y los especialistas bursátiles relativas a su actuación como fiduciarias y a las operaciones de crédito que obtengan o concedan, como son reportos y operaciones de préstamo sobre valores. Además, está facultado para imponer multas a los intermediarios financieros por operaciones que contravengan los ordenamientos que el propio banco central emite.

#### **2.4.1.3 Comisión Nacional Bancaria y de Valores**

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

Los esfuerzos regulatorios de la CNBV están encaminados a cumplir con tres objetivos principales:

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

Dichos objetivos son igualmente importantes y se encuentran estrechamente vinculados entre sí, ya que muchas de las condiciones tendientes a procurar que los mercados sean justos, eficientes, transparentes y líquidos son útiles también para proteger los intereses de los inversionistas y reducir el riesgo sistémico (CNBV, 2008).

## **2.4.2 Organismos intermediarios**

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

### **2.4.2.1 Casas de bolsa.**

Son la figura dominante del mercado de valores, en su calidad de intermediarios bursátiles. Es importante destacar que a partir de 1975, fecha de su reconocimiento oficial, han formado parte crucial en la evolución del mercado financiero mexicano.

Las casas de bolsa podrán realizar, entre otros, lo siguiente: realizar operaciones de compra-venta de valores de mercado, incluyendo aquellos del mercado de dinero que están autorizados para manejar; prestar asesoría en materia de mercado de valores a empresas y al público inversionista; facilitar la obtención de créditos para apoyar la inversión en bolsa; asesorar y prestar servicio a los inversionistas, para formar su cartera de inversión; proporcionar a las empresas, (emisoras), la asesoría técnica necesaria para la colocación de los valores en el mercado (Vega, 1998; 75-76).

### **2.4.2.2 Especialistas bursátiles.**

Los especialistas bursátiles por su parte, deben contar con la autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y su actividad característica consiste en la realización de operaciones por cuenta propia a efecto de dar liquidez a los valores en los que se especializan, así como atenuar en la medida que sea posible fluctuaciones en los precios de los mismos. Aun cuando esta figura es reconocida en Ley, en México no existen todavía especialistas en operación (CNBV, 2008).

Y las demás entidades financieras autorizadas por otras leyes para operar con valores en el mercado de éstos.

## **2.4.3 Entidades operativas**

Dentro de las entidades operativas tenemos:

### **2.4.3.1 Empresas emisoras**

Respecto a las empresas que cotizan en el mercado, es decir, a las emisoras, se establece la obligación de revelar información al mercado de manera oportuna, clara y equitativa.

Para llevar a cabo una oferta pública de valores, las emisoras deben solicitar a la CNBV su inscripción en el Registro Nacional de Valores, para lo cual deben preparar un prospecto de colocación, que es un documento que contiene información que permite a los inversionistas conocer el panorama completo de la empresa, incluyendo su situación financiera, económica y jurídica, los riesgos que

pueden presentarse en el futuro, así como cualquier otra información relevante para la toma de decisiones de inversión.

#### **2.4.3.2 Inversionistas**

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

- Gobierno Federal
- Gobiernos Estatales
- Sociedades de inversión
- Inversionistas Institucionales
- Instituciones Financieras (CNBV, 2008)

#### **2.4.4 Entidades de apoyo**

Por último entre los principales organismos de apoyo tenemos:

##### **2.4.4.1 Bolsas de valores**

Las bolsas tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado de valores al proveer la infraestructura necesaria para poner en contacto a oferentes y demandantes de los valores en ellas cotizados. Para el caso de México, existe la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. (BMV).

##### **2.4.4.2 Instituciones para el depósito de valores**

Su función principal es la custodia y administración de valores, así como facilitar la liquidación y compensación de operaciones celebradas con valores dentro y fuera de bolsa. Para el caso de México, existe la S.D. Indeval S.A. de C.V.

##### **2.4.4.3 Sociedades calificadoras de valores**

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

##### **2.4.4.4 Asociaciones de intermediarios bursátiles**

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

El propósito de la AMIB es promover el crecimiento, desarrollo y consolidación de las casas de bolsa, propiciar las condiciones que favorezcan su sano y eficaz desempeño en el sistema financiero nacional e internacional, e inducir en sus agremiadas la adopción de estrictas medidas de autorregulación (CNBV, 2008).

#### **2.5 El mercado de capitales y de dinero**

En México, el mercado de Valores tiene dos grandes particularidades: El primero es el mercado de capitales que comprende todas aquellas emisiones de

valores de largo plazo, valores enfocados a la consecución de flujos de capital de inversión para empresas, comprando y vendiendo valores representativos y /o deuda para financiamiento. Por su parte el mercado de dinero, es el que maneja emisiones de corto plazo predominando, de una manera importante, en prácticamente todas las economías del mundo los valores gubernamentales, constituyen un mercado de bajo riesgo, elevada liquidez y plazos cortos (Vega, 1998; 132 y 258).

### **2.5.1 El mercado de capitales**

El mercado de capitales es el medio en el cual se hace factible la intermediación de instrumentos de largo plazo, tales como las acciones, orientados en primera instancia a la información y distribución de capital y al financiamiento de proyectos de expansión de la planta productiva. El desarrollo del país está sujeto a la capacidad de ampliar y modernizar la planta productiva en forma sostenida. De hecho, el proceso de integración a la economía mundial, inducido por la apertura del país al exterior, demanda una mayor competitividad, que necesariamente va ligada al aumento de eficiencia en los procesos productivos y la reconversión de la planta existente hacia bienes y servicios modernos, que además resulten lo bastante rentables como para atraer los recursos de los ahorradores (Solís, 1997; 135-136).

En este mercado se compra y vende títulos de largo plazo (superiores a un año), también denominados como de renta variable, pues su rendimiento y plazo pueden desconocerse. Los más representativos son las acciones, aunque también existen las obligaciones, ambos son emitidos por empresas (Díaz, 2006; 94).

En el mercado de capitales encontramos instrumentos de renta variable, las acciones son el principal instrumento en éste mercado y de acuerdo a la CNBV "son títulos nominativos que sirven para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio de una sociedad anónima, serán de igual valor y conferirán iguales derechos, sin embargo podrá estipularse que el capital se divida en varias clases de acciones con derechos especiales para cada clase. Cabe resaltar que las acciones confieren dos tipos de derechos: patrimoniales mediante los cuales la sociedad otorga a los accionistas dividendos en efectivo o en acciones y corporativos con los cuales se obtiene voz y voto en las asambleas de la sociedad (CNBV, 2008)."

Dependiendo de los derechos que confieren las acciones, éstas pueden ser.

1. Acciones comunes: Confieren iguales derechos y son de igual valor (también se les conoce como ordinarias).
2. Acciones preferentes: También llamadas de voto limitado, es aquella para la que, de acuerdo a un contrato social, puede pactarse el derecho a voto solamente en asamblea extraordinaria.
3. Acciones de Goce: Son aquellas que pueden ser entregadas a los accionistas a quienes se les hubieren amortizado sus acciones con utilidades repartibles, y sus tenedores tendrán derecho a las

utilidades líquidas y a votar en las asambleas, según lo contemple el contrato social.

Existe una distinción por series comúnmente utilizada que permite distinguir las personas que pueden adquirir las acciones.

1. Serie "A" Acción ordinaria exclusiva para Mexicanos
2. Serie "B" Acción ordinaria de Libre Suscripción (Mexicanos y Extranjeros)
3. Serie "C" Acción ordinaria (serie neutra de acuerdo a las normas establecidas por la Comisión Nacional de Inversión Extranjera) que restringe los derechos corporativos (derecho a voto) a los inversionistas extranjeros.
4. Serie "L" Acción Ordinaria con voto limitado.

Clases de ofertas de acciones.

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

Tipo de ofertas públicas.

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

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

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

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

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

d) De compra: Consiste en la oferta realizada por una empresa o la misma emisora para adquirir parcial o totalmente las acciones de ésta última, generalmente con el objetivo de obtener el control de la emisora o el desliste en Bolsa.

e) De compra y suscripción recíproca: Es la oferta realizada por una empresa mediante la cual ésta ofrece comprar a los tenedores las acciones de una determinada emisora, condicionando dicha venta a la aplicación del producto de la misma a la suscripción de las acciones de la propia empresa (CNBV, 2008).

Dentro de los instrumentos de renta fija encontramos a las obligaciones, el componente más relevante del mercado de capitales en lo que concierne a los valores de deuda de mediano y largo plazo, son títulos de crédito que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Serán nominativas y deberán emitirse en denominaciones de \$100.00 o de sus múltiplos, excepto tratándose de obligaciones que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, y se coloquen en el extranjero entre el gran público inversionista, en cuyo caso

podrán emitirse al portador. Las obligaciones llevarán adheridos cupones y darán a sus tenedores, dentro de cada serie, iguales derechos (CNBV, 2008).

Tipos de Obligaciones.

1. Hipotecarias. Son aquellas mediante las cuales el emisor deja en garantía bienes inmuebles mediante la constitución de una hipoteca a través de un fideicomiso de garantía. Establecido en favor única y exclusivamente de los tenedores de las obligaciones.
2. Quirografarias. La empresa emisora responderá por el buen nombre de la empresa y estará respaldada por todos sus activos.
3. Subordinadas convertibles en acciones. Son aquellas en las que el emisor otorga en forma especial derechos para que el inversionista pueda decidir si al cumplir cierto plazo predeterminado en la acta de emisión sobre el importe de la amortización del adeudo o solicite a la emisora, se le conviertan sus obligaciones en acciones emitidas por la empresa. Cabe agregar que por razones de conveniencia para la empresa, es apropiado convertir un pasivo en capital, o bien dar al tenedor de las obligaciones la posibilidad de que participe en las utilidades de la empresa.
4. Prendarias. Son aquellas mediante las cuales el emisor deja en garantía bienes o derechos de su propiedad en favor única y exclusivamente de los tenedores de las obligaciones.
5. Con garantía fiduciaria. Son aquellas en las que el emisor constituye un fideicomiso en una institución de crédito sobre cierta clase de bienes y derechos en donde actúa como fideicomitente y los tenedores como fideicomisarios o beneficiarios. Para que reciban simultáneamente el provecho del fideicomiso

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

- a. Subordinadas: aquélla que está condicionada al cumplimiento de una obligación contractual antes de su amortización.
- b. Convertibles: valores que representan fracciones de la deuda contraída por la emisora y otorga al tenedor la facultad de convertir dicho valor en acciones de la propia emisora.
- c. Rendimientos capitalizables: es aquélla en la que se capitalizan parte de los intereses, incrementando por ello el saldo insoluto de la deuda.
- d. Colocaciones múltiples: cuando el monto total se coloca parcialmente en varias emisiones en distintos periodos.
- e. Vinculadas al Índice de Precios al Consumidor: el importe del principal se actualiza periódicamente con el I.N.P.C., y ofrecen una tasa de rendimiento real.
- f. Indizadas: el importe del principal se ajusta diariamente con el valor de la "UDI" (CNBV, 2008).

### **2.5.2 El mercado de dinero**

El mercado de dinero es la parte central del sistema financiero mexicano, a través del cual los bancos comerciales, la banca de desarrollo, las casas de bolsa,

los corporativos financieros, el gobierno federal y el público en general negocian cientos de millones de pesos diariamente. En éste mercado es donde se negocian papeles de corto plazo, sobre todo los valores gubernamentales, práctica observada en todas las economías del mundo, pues tiene características de bajo riesgo, elevada liquidez y plazos cortos.

El mercado de dinero se define como el conjunto de instrumentos de deuda a corto plazo, altamente líquidos y de bajo riesgo, de los que se excluyen a los instrumentos de deuda a corto plazo, de baja calificación y elevado riesgo. Entre los instrumentos de corto plazo destacan los valores gubernamentales, entre los que encontramos cetes, bondes, ajustabonos, udibonos y clases de ofertas de acciones. Entre los valores bancarios tenemos los Bonos Bancarios de Desarrollo y Pagares con rendimiento liquidable al vencimiento, dentro de los privados (corporativos) hay Aceptaciones Bancarias y Papel Comercial.

El mercado de dinero es una de los mercados financieros más líquidos, dada esta realidad, no resulta exagerado sostener que es la parte fundamental del sistema financiero de cualquier país, en el cual los intermediarios financieros, los tesoreros corporativos y otras entidades participan intercambiando diariamente cantidades multimillonarias de dinero (Solís, 1997; 124-125).

Bonos Bancarios de Desarrollo. Son instrumentos con vigencia superior a tres años que se documentan a través de un título múltiple y que otorgan a sus tenedores un rendimiento igual al de aplicar un factor porcentual a la tasa de interés que resulte más alta de comparar la que ofrecen los siguientes instrumentos a tres meses: cetes, pagares con rendimiento liquidable al vencimiento, tasa de interés interbancaria de equilibrio y tasa de interés interbancaria promedio.

El objeto de estas emisiones es dotar a las instituciones de crédito de instrumentos de captación a largo plazo que facilite su planeación financiera, así como el cumplimiento de sus programas crediticios.

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

La colocación de este tipo de instrumento se realiza a través de instituciones de crédito, respecto de las garantías es directa e incondicional de la institución de crédito, en cuanto a su denominación es variable dependiendo del emisor, con relación al plazo no debe ser mayor a 360 días, finalmente el rendimiento resulta del diferencial de los precios de compra y de venta.

Aceptaciones Bancarias. Son letras de cambio giradas a corto plazo por empresas pequeñas y aceptadas por una institución de crédito a su propia orden,

con base en líneas de crédito que dichas instituciones han otorgado previamente a la empresa emisora. Su objetivo es contar con fuentes de financiamiento de corto plazo, para fortalecer su capital de trabajo.

La colocación de este tipo de instrumento se realiza a través de casas de bolsa o instituciones de crédito, respecto de las garantías están respaldadas por la solvencia del banco que las acepta, en cuanto a su denominación es en moneda nacional y su valor nominal es de \$100.00 o múltiplos, con relación al plazo se emiten entre 7 y 182 días en múltiplos de siete días, finalmente estos títulos de crédito se venden a descuento. No generan interés y su rendimiento se basa en el diferencial entre el precio de compra y el precio de amortización (valor nominal en la fecha de vencimiento).

**Papel Comercial.** Son pagarés negociables sin garantía específica emitidos por sociedades mercantiles y avalados por una institución de crédito en el cual se estipula una deuda de corto plazo pagadera en una fecha determinada. Su objetivo es contar con fuentes de financiamiento de corto plazo, para fortalecer su capital de trabajo.

La colocación de este tipo de instrumento se realiza a través de casas de bolsa, respecto de las garantías es directa e incondicional de la institución de crédito, en cuanto a su denominación es moneda nacional y su valor nominal es de \$100.00 o múltiplos, con relación al plazo se emiten entre 7 y 360 días, finalmente estos títulos de crédito se venden a descuento. No generan interés y su rendimiento se determina entre el precio de compra y el precio de venta (valor nominal en la fecha de vencimiento del pagaré que representa la emisión).

Este instrumento se coloca a descuento, es decir, se negocia bajo la par, por lo que su rendimiento está dado por la diferencia entre su valor de colocación y de redención.

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

1. Quirografario: es el más común, no cuenta con garantía y se otorga de acuerdo a la solvencia de la empresa emisora.
2. Avalado: está garantizado por una institución de crédito.
3. Afianzado: garantizado mediante una fianza.
4. Indizado al tipo de cambio: puede darse en cualquiera de las tres modalidades anteriores, denominado en dólares americanos pero liquidable en moneda nacional de acuerdo al tipo de cambio.
5. Indistinto: pueden emitirse al amparo de una misma línea, pagarés denominados en moneda nacional o indizados al tipo de cambio.

## **2.6 Mercado mexicano de derivados (MexDer)**

Con el objetivo de ofrecer un mercado de cobertura estandarizado en México, desde 1995, tanto las Autoridades Financieras como los intermediarios se dieron a la tarea de desarrollar un mercado de futuros y opciones. El Mercado Mexicano de Derivados (MexDer), surge como respuesta a la necesidad de contar con un mercado organizado.

Para ofrecer un sustento normativo a este nuevo proyecto, el 31 de diciembre de 1996 las Autoridades Financieras publicaron en el Diario Oficial de la Federación las "Reglas a las que habrán de sujetarse las Sociedades y Fideicomisos que intervengan en el establecimiento y operación de un Mercado de Futuros y Opciones cotizados en Bolsa" y el 16 de mayo de 1997, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores emitió las Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el Mercado de Futuros y Opciones cotizados en Bolsa (Geocities, 2008).

El 15 de diciembre de 1998 inició operaciones la primera bolsa de derivados con presencia física en México con el nombre de Mercado Mexicano de Derivados. MexDer es la Bolsa de Derivados de México, la cual ofrece Contratos de Futuro y Contratos de Opción, siendo instrumentos que permiten fijar hoy el precio de compra o venta de un activo financiero (dólar, euros, bonos, acciones, índices, tasas de interés) para ser pagado o entregado en una fecha futura. Esto da la posibilidad de planear, cubrir y administrar riesgos financieros, así como optimizar el rendimiento de los portafolios. El Mercado Mexicano de Derivados se caracteriza por ser, en su género, uno de los más dinámicos del mundo (MexDer, 2008).

En el MexDer se negocian productos derivados, los cuales son instrumentos cuya característica básica es que su valor se obtiene a partir del precio de otros títulos o activos denominados subyacentes. El comprador de un derivado paga por el derecho o la obligación<sup>7</sup> de adquirir en un plazo determinado un bien subyacente, entre los cuales sobresalen acciones, divisas, índices y tasas de interés.

Los productos derivados se clasifican de acuerdo con el activo subyacente que se esté negociando en commodities (activos físicos) y en financiero (activos no físicos). Los principales derivados que existen son los futuros, las opciones, opciones sobre futuros, warrants y swaps, con diferentes modalidades, estilos y tipos, así como posibles combinaciones conocidas como estrategias o derivados sintéticos (Díaz, 2006; 103).

De acuerdo a Díaz Mondragón la bolsa de futuros en México sirve para dar certidumbre y como parámetro de referencia para los precios futuros de la moneda

---

<sup>7</sup> Según sea el tipo de derivado que esté negociando

estadounidense, al igual para disminuir las actividades especulativas. Otro ejemplo de su importancia y participación en la actividad económica es el hecho de que los bancos puedan ofrecer préstamos a tasas de interés fijas, dado que ellos pueden cubrir sus posiciones a través de contratos de futuros sobre tasas de interés en el MexDer (Díaz, 2006; 108).

### **2.6.1 Estructura de mercado**

El mercado estandarizado de futuros y opciones se integra por cuatro tipos de instituciones que son:

- La Bolsa de Futuros y Opciones (MexDer),
- la Cámara de Compensación (Asigna),
- los Socios Liquidadores y
- los Socios Operadores.

Las instituciones que intervienen en la celebración de contratos de futuros y de opciones en el Mercado Mexicano de Derivados, Mexder, son:

Las bolsas, que serán sociedades anónimas cuyo fin se centrará en proveer de instalaciones y demás servicios para que se coticen y negocien los contratos de futuros y opciones. Crearán los comités necesarios para atender todo asunto relacionado a la Cámara de Compensación, finanzas, admisión, ética, autoregulación y conciliación y arbitraje. Desarrollarán programas de auditoría aplicables a los socios de la bolsa, Socios Liquidadores y Socios Operadores. Vigilarán la transparencia, corrección e integridad de los procesos de formación de precios. Establecerán los requerimientos estatutarios que deberán cumplir los Socios Liquidadores. Vigilarán las operaciones en la bolsa y en la Cámara de Compensación. Llevarán registro de todas sus actividades, e informarán a las autoridades correspondientes sobre todas las operaciones realizadas en la Bolsa. Actualmente, esta función la cumple Mexder.

Las Cámaras de Compensación serán fideicomisos constituidos por las personas que reciban la autorización correspondiente, y cuyo objetivo será actuar como contraparte de cada operación que se celebre en la bolsa, así como compensar y liquidar contratos de futuros y de opciones. Estos fideicomisos, únicamente podrán contar con dos tipos de fideicomitentes: los socios Liquidadores y aquellos que deseen invertir en tales fideicomisos. Actualmente, esta función la cumple Asigna, Compensación y Liquidación.

Los Socios Liquidadores (SL) son fideicomisos cuyo objetivo es celebrar las operaciones en la bolsa y compensar y liquidar los contratos por cuenta de instituciones de banca múltiple, de casas de bolsa y de sus clientes. Estas instituciones responden como fiduciarias frente a la cámara de compensación. Los Socios Liquidadores podrán ser de dos clases: aquellos que no permitan la adhesión de terceros una vez constituidos, y los que prevean la posibilidad de que se adhieran terceros con el carácter tanto de fideicomitente, como fideicomisarios.

Los Socios Operadores (SO) serán sociedades anónimas cuya actividad consistirá en ser comisionistas de los socios Liquidadores para la celebración de contratos de futuros y de opciones.

El MexDer está encargado de vigilar y regular a sus SO y a Asigna, los SO tendrán a los Operadores de Piso (ejecutivos que acuerdan las operaciones) como empleados mientras que Asigna está encargada de vigilar y regular a sus SL (encargadas de pagar y cobrar las diferencias de precio).

Entre las autoridades está la Comisión Nacional Bancaria y de Valores que supervisa al MexDer y aprobará las reglas que emita, contando con la facultad discrecional de regular e inspeccionar todo el mercado, asimismo Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, también son autoridades financieras (Geocities, 2008).

## **2.7 El mercado primario y el mercado secundario**

Por último en nuestro país, el mercado de valores presenta dos fases de emisión principales:

1. El mercado primario
2. El mercado secundario

El término mercado primario, se refiere a aquél en el que se ofrecen al público las nuevas emisiones de valores. Ello significa que a la tesorería del emisor ingresan recursos financieros. La colocación de los valores puede realizarse a través de una oferta pública o de una colocación privada.

La Ley del Mercado de Valores en su Artículo 2° define que una oferta pública es aquella que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir valores, títulos de crédito y documentos que se emitan en serie o en masa en los términos de las leyes que los rijan, destinados a circular en el mercado de valores, incluyendo letras de cambio, pagarés y títulos opcionales que se emitan en la forma antes citada y, en su caso, al amparo de un acta de emisión, cuando por disposición de ley o de la naturaleza de los actos que en la misma se contengan, así se requiera.

El mercado primario es aquel en que los recursos que invierte o presta una persona o compañía van a dar a gobiernos o empresas para financiar proyectos o gasto. El ejemplo más notable lo constituyen los CETES que se colocan cada semana en el mercado financiero mexicano y con los cuales el gobierno obtiene recursos para financiar el gasto o regular la actividad económica. También es un ejemplo la empresa que coloca sus acciones, cuya venta le da recursos financieros para cubrir sus necesidades de capital de trabajo o invertir en nuevos proyectos que favorecen su crecimiento económico y el del país (Villegas, 1997; 71).

Se conoce como mercado secundario a la compra-venta de valores existentes y cuyas transacciones se realizan en las bolsas de valores y en los mercados sobre el mostrador (over the counter<sup>8</sup>). Cabe destacar que estas operaciones con valores en el mercado secundario ya no representan una entrada de recursos a la tesorería de los emisores.<sup>9</sup> En el mercado secundario los tenedores de títulos los intercambian sin que el producto de este comercio llegue a las empresas o al gobierno. Parece una actividad intrascendente, pero da liquidez al mercado financiero y a veces es más importante que el mercado primario, ya que éste no es concebible sin aquel. En el mercado secundario el tenedor de un título lo vende a otra persona y las empresas o el gobierno no reciben nada de los recursos transferidos (Villegas, 199?; 124-125).

---

<sup>8</sup> Anglicismo que se utiliza para denominar a todas aquellas operaciones o productos que se negocian fuera de la bolsa organizada de valores. En Estados Unidos existe un mercado conocido como OTC en donde se negocian bonos, productos derivados y acciones de empresas, con los requisitos de cotización más flexibles que las grandes bolsas de valores. (Glosario de términos financieros,; Internet bmv)

<sup>9</sup> [http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia\\_liga=no&com\\_id=0&sec\\_id=3&it\\_id=4#2.2](http://www.cnbv.gob.mx/noticia.asp?noticia_liga=no&com_id=0&sec_id=3&it_id=4#2.2)

### **CAPITULO III. GRUPOS ECONÓMICOS, LIBERALIZACIÓN Y CONCENTRACIÓN**

La ley de concentración y centralización del capital trae consigo la acumulación de gigantescas riquezas en manos de unos cuantos individuos. El incremento de los capitales abre grandes posibilidades a la concentración de la producción, es decir, a su absorción por grandes empresas.

La gran producción posee ventajas decisivas sobre la pequeña. Las grandes empresas pueden introducir en gran escala maquinas nuevas perfeccionamientos técnicos y utilizar ampliamente la división y especialización del trabajo. Esto hace que los productos de las grandes empresas salgan más baratos que los de las pequeñas. La competencia lleva consigo muchos gastos y grandes pérdidas. La gran empresa puede hacer a estas pérdidas y desquitarse más tarde con creces, en cambio, las empresas pequeñas, y con frecuencia también las medianas, se arruinan. Los grandes capitalistas obtienen préstamos en dinero muchísimo más fácilmente y en condiciones menos gravosas, y el crédito es una de sus armas principales en la competencia. Todo esto hace que, en los países capitalistas, las grandes empresas, dotadas de una poderosa técnica, crezcan sin cesar, mientras que numerosas empresas pequeñas y medianas se arruinan y perecen. Como resultado de la concentración y centralización del capital, unos pocos capitalistas, dueños de inmensas fortunas, se convierten en árbitros de los destinos de decenas y cientos de miles de obreros.

Desde hace muchos años se reconoció a la concentración de capital como una característica de la empresa privada mexicana, y aunque también se aceptó a la centralización como una de sus consecuencias más importantes, son pocos los estudios que tratan el tema. Y éste no es un aspecto que pueda dejarse de lado, sobre todo en los últimos años en que el empresariado decidió tomar parte en ciertos espacios políticos que tradicionalmente le estaban vedados.

Si los grupos deciden admitir nuevos inversionistas, no es porque pretendan ampliar la posesión accionaria o la producción, sino porque por esa vía especulativa logran ganancias inimaginables (Hernández, 1998; 85).

#### **3.1 Antecedentes de los grupos empresariales en México.**

Uno de los primeros grupos del cual se tiene registro es el llamado grupo Monterrey, El grupo Monterrey ha evolucionado desde 1890 como un grupo muy consistente y bien integrado. Sus fundadores, Isaac Garza y Francisco G. Sada dieron gran importancia a los lazos sanguíneos, habiendo sido capaces de crear una red de matrimonios fuertemente interconectados para conducir sus negocios (Nuncio, 1984; 41).

Con la Ley de Instituciones de Crédito de 1932, el grupo constituye la Sociedad General de Crédito SGC. El papel que desempeña SGC en el proceso de concentración de capital es decisivo en el ascenso del grupo Monterrey hacia su

configuración como una de las alas prominentes de la burguesía financiero-industrial en el país. (Nuncio, 1984; 90).

El grupo de los Garza-Sada tuvo una disputa con el gobierno de Luís Echeverría, cuando los discursos populistas de este último fueron mal recibidos el grupo transfirió sus capitales a través de la frontera hacia Estados Unidos, lo cual fue considerado como un factor importante que precipitó la devaluación del peso mexicano a finales de la administración del presidente Echeverría en 1976. (Nuncio, 1984; 253). No solo eso sino que además su resquebrajamiento afectó seriamente a la economía nacional en más de un sentido. Por principio privó al erario público de su obligada aportación fiscal suspendiendo los impuestos que debía pagar en 1981. Cerró innumerables fuentes de trabajo y se retiró de planes de inversión para los cuales el gobierno había invertido previamente sumas cuantiosas (Nuncio, 1984; 185).

En la mayoría de los casos la evolución en que se formaron y desarrollaron los grupos fue “en el período de la industrialización sustitutiva, particularmente en los años sesenta y comienzo de los años setenta, aunque hay empresas que tienen su origen a comienzos del siglo<sup>10</sup>, como Alfa, Vitro y Visa, que inicialmente eran parte de un mismo conglomerado creado en esos años ( el ya mencionado Grupo Monterrey). Finalmente, hay empresas como Carso, Pulsar o Dina que se formaron en los ochenta o noventa, pero cuya base la brindan empresas existentes desde el período de la ISI (Teléfonos de México, Condumex, Dina, etc.) (Garrido, 1999; 175)”.

En términos de las modalidades de propiedad y control corporativo, estas grandes empresas mexicanas son característicamente de propiedad familiar y sus principales puestos de mando son cubiertos por integrantes de dicho grupo propietario. Sólo en los años setenta esos grupos decidieron que algunas de sus empresas se convirtieran en sociedades anónimas que cotizan en el mercado de valores. Sin embargo, aun en estos casos el paquete mayoritario de acciones continuó en poder de dicho grupo, mientras que el equipo de alta dirección se integró marginalmente con gerentes profesionales. Asimismo, es habitual encontrar que los propietarios mayoritarios de una de estas corporaciones participan en el consejo de administración de otra de ellas. Dando lugar a un complejo tejido de relaciones entre consejos que permite un significativo flujo de información entre sus miembros más destacados (Garrido, 1999; 180).

En cuanto a la estructura de inversiones en el caso de las empresas industriales, originalmente éstas se dedicaban a una cierta actividad principal, pero luego fueron desarrollando proceso de integración vertical que en varios casos llega a ser prácticamente total, desde la extracción de la materia prima hasta el proceso de comercialización. Dentro de esta línea de evolución en sus inversiones, durante los años setenta, varias de estas grandes empresas mexicanas industriales se mantuvieron con actividades centradas en un cierto tipo

---

<sup>10</sup> El autor se refiere al siglo XX.

de producción, como por ejemplo cemento o alimentos. Pero un conjunto de ellas evolucionó hacia conformar conglomerados altamente diversificados en muy distintas actividades respecto de su campo original de negocios, el caso más característico en su momento fue el Grupo Alfa (Garrido, 1999; 180).

Las estrategias de crecimiento basadas en diversificación no planeada mostraron lo limitado de sus horizontes cuando las empresas que las impulsaban enfrentaron la quiebra durante la crisis de 1982, aunque esto fue evitado gracias a programas gubernamentales de rescate. Finalmente tanto los propietarios de las grandes empresas mexicanas que se mantuvieron centrados en un tipo de actividad como aquellos que diversificaron sus negocios tienen regularmente posiciones importantes como accionistas de bancos, casas de bolsa y aseguradoras, y habitualmente, integran los consejos de administración de esas instituciones. Estas articulaciones entre inversionistas industriales y financieras han permitido que las estrategias de negocios de las grandes empresas mexicanas contaran tradicionalmente con soluciones financieras favorables (Garrido, 1999; 180).

Con las reformas gubernamentales de la década de los cincuenta se fomentó un crecimiento en la intermediación al mismo tiempo que se disminuía el ritmo del desarrollo. Se reforzaron los lazos entre la banca privada y la industria. La banca privada, vinculada con la industria privada en conglomerados llamados grupos económicos<sup>11</sup>, empezó a tener mayor participación en los recursos del sistema financiero. Dichos grupos económicos, financiaron la inversión a partir de sus reservas existentes de recursos financieros. Sus decisiones de inversión no se basaron en el costo de los préstamos o de las emisiones de acciones. Mientras mayor era el poder financiero de los grupos, mayor era la influencia que ejercían para conformar la estructura productora de la nación (Maxfield, 1998; 327).

Los grupos más poderosos poseían su propio banco. El Grupo Alfa, por ejemplo, era el dueño de Banpaís, el Grupo Peñoles de Banca Cremi, el Grupo ICA del Banco del Atlántico, El Grupo Monterrey de Banca Serfin, el Grupo Chihuahua de Comermex, el Grupo Continental del Banco Continental, el Grupo Canadá del Banco Popular, el Grupo Industrial Saltillo de la Financiera del Río Bravo, el Grupo Ramírez del Banco Comercial de Monterrey, y el Grupo Aarón Sáenz del Banco de Industria y Comercio. El Grupo Banamex era accionista fuerte en no menos de diez empresas de las 100 mayores del país (Manrique, 1996; 76-77).

La integración financiera internacional aumentó la influencia de los conglomerados mexicanos, al recalcar las imperfecciones del mercado financiero

---

<sup>11</sup> Los grupos económicos vinculan una variedad de empresas industriales, comerciales y financieras en una sola unidad que comprende muchas compañías. Tiene distintos grados de integración legal, administrativa y financiera. Los dueños y gerentes de estos conglomerados provienen típicamente de la familia, cuyos negocios iniciaron en el grupo. Pero los dueños y gerentes incluyen a menudo también personas vinculadas por la confianza que se les tiene y que no tienen que ver nada con la familia, como por ejemplo la comunidad, religión y origen étnico. Los grupos operan en diferentes sectores e industrias y tienden a ejercer un poder considerable en el mercado y en la política de la región en donde producen e invierten.

que contribuyeron a la concentración económica y la centralización en el sector privado. La internacionalización<sup>12</sup> en la década de 1970 aumento la liquidez, segmentación y concentración, en México las grandes corporaciones tuvieron a su disposición oportunidades rentables de arbitraje con acceso a los segmentos del mercado financiero tanto a costos relativamente bajos como a costos relativamente altos. La segmentación del mercado financiero oprimió a los pequeños y medianos industriales que tenían acceso únicamente a un financiamiento a alto costo (Maxfield, 1998; 328).

La política gubernamental para reforzar a los sistemas financieros privados, y los efectos de la internacionalización de los mercados de capital ocasionaron la concentración industrial a largo plazo. El incremento de la especulación financiera que oprimió a la industria ocasionó un fenómeno cíclico de crecimiento e inestabilidad financiera que se intensificó por la intermediación financiera internacional (Maxfield, 1998; 328).

En la década de los setenta hubo una serie de cambios cruciales en la política financiera, la meta de estos cambios era el fortalecimiento de las instituciones financieras (SIC) del sector privado el cual, después del auge en la década de los setenta, había empezado a mostrar varias señales de debilidad, los cuales dieron lugar a cambios de política durante dicha década diseñada para fortalecer a la banca privada. El gobierno adoptó una política para promover la centralización de la actividad financiera y un cambio del modelo de la banca especializada al de banca universal; este cambio de política oficial aceleró el proceso de concentración y centralización ya bien encaminado (Maxfield, 1998; 336-137).

Hacia el final de la década de los sesenta varias de las más importantes empresas estaban organizadas como grupos familiares, en los que el financiamiento de la inversión era endógeno o a través de la propia institución bancaria. Existía además un importante grupo de subsidiarias de empresas extranjeras, que era por lo menos significativo en el caso de algunas ramas de la actividad económica. En otras proliferaba un amplio sector de empresas medianas y pequeñas, como en la producción de ropa y calzado, en la fabricación de muebles, cuyos mercados se encontraban en el país entre grupos medios y asalariados urbanos. También en el campo del comercio y los servicios existían multitud de pequeños propietarios, trabajadores por cuenta propia que incluso contaban con mercados en expansión (Vidal, 2000b; 108).

Entre las grandes empresas estaban Fundidora Monterrey, hojalata y Lámina, Cervecería Cuauhtémoc, Cervecería Moctezuma, Cervecería Modelo, Cementos Tolteca, Tubos de Acero de México, Industrias Peñoles, todas teniendo por propietarios a capitalistas del país y algunas con una larga historia siendo propiedad de las mismas familias. Varias de ellas operaban a través de plantas ubicadas en diversos sitios del país, "la dimensión de los establecimientos y el

---

<sup>12</sup> El estado trato de retirarse de la economía, desencadenando las fuerzas del mercado que causaron la desindustrialización.

peso que alcanzaban en ciertas zonas en el ámbito del empleo y de la creación de actividades económicas vinculadas a su operar, les permitían tener una influencia económica regional. Otras intervenían en el modo de vida, como las cadenas de tiendas departamentales. En otros casos existían vínculos con organismos e instituciones financieras diversas, o desde ellas se realizaban algunas inversiones en industria y comercio. Sin embargo, eran firmas que claramente se sitúan en alguna rama de la producción, en la que lograban alguna integración vertical, no necesariamente muy profunda (Vidal, 2000b; 108-109)".

### **3.2 Efectos de la centralización del capital**

En México Ortiz Martínez y Newell García descubrieron que debido a las imperfecciones del mercado financiero, las políticas dirigidas a fortalecer los intermediarios financieros y promover la profundización financiera dieron como resultado un estrechamiento financiero. El estrechamiento financiero se refiere a una competencia disminuida dentro del mercado financiero y una asignación menos eficiente de los recursos financieros (Maxfield, 1998; 330).

En un ensayo sobre los resultados inesperados de la política monetaria y financiera, Díaz Alejandro subrayó el creciente oligopolio: "En las economías caracterizadas por imperfecciones insuperables tanto en los mercados como en la información, los conglomerados y los grupos económicos, si bien pueden corregir imperfecciones provenientes de la represión financiera inducida por el gobierno, también pueden exacerbar otras, particularmente mediante la creación de un poder oligopolico" (Maxfield, 1998; 330).

El poder oligopolico de los grupos en el mercado les reditúa una renta extra logrando que sus utilidades sean mayores a las del promedio de la economía en su conjunto y contribuyendo así a la concentración financiera en los grupos económicos (Maxfield, 1998; 329).

Durante los años 70s' la actividad industrial en México se volvió más concentrada, la pequeña y mediana industria se vio oprimida por las consecuencias de la integración financiera internacional y la segmentación de los mercados financieros. Los principales bancos privados, más integrados en los conglomerados financiero-comercial-industriales, vieron el rédito de sus carteras de activos subir rápidamente durante el auge de finales de la década de 1970. Las utilidades bancarias para Banamex, Bancomer y Serfin, los tres principales bancos de la nación, crecieron 27% de las reservas de capital pagado en 1978, hasta 39% en 1981 (Maxfield, 1998; 341). El primer auge de la bolsa en 1979 no correspondió a emisiones de acciones primarias, sino más bien a la compra venta especulativa de emisiones secundarias (Maxfield, 1998; 342).

La segmentación entre el mercado internacionalmente integrado de relativamente bajo costo, y el mercado nacional de relativamente alto costo, ocasionó que aquellas empresas de gran escala que tenían acceso a los préstamos externos se beneficiaran de varias maneras. Podrían financiar sus inversiones, disfrutar de los beneficios de la especulación con divisas y aprovechar

el costo del financiamiento en pesos. El acceso desigual del financiamiento en dólares creó un dualismo dentro del sector industrial mexicano, siendo excluidas las empresas pequeñas y medianas de la parte internacionalizada del sistema financiero mexicano. Lo anterior ocasionó la concentración de la industria, lo que llevó a que las empresas pequeñas y medianas formularan cada vez más quejas respecto a la falta de crédito y su elevado costo entre 1979 y 1982. Por su lado la industria de gran escala tuvo acceso privilegiado al crédito para la actividad productiva, además de la posibilidad de hacer trabajar sus ganancias en actividades financieras altamente lucrativas y la expansión de los conglomerados (Maxfield, 1998; 345).

Asimismo los bancos comerciales y los grupos con quienes estaban asociados dichos bancos utilizaron sus utilidades para comprar empresas existentes y expandir sus conglomerados. Los intermediarios financieros privados llegaron a controlar una parte mayor de los recursos financieros, industriales y comerciales, crecieron en su tamaño y se formaron varios nuevos grupos, tanto el mercado de dinero, como el de capital fueron vehículos para la concertación y la vinculación entre empresarios industriales y financieros. Mediante su control creciente sobre los recursos financieros, los bancos privados incrementaron sus lazos con las empresas nacionales de gran escala y los subsidiarios de las empresas multinacionales. La autorización legal de las compañías holding y la exención especial de impuestos para ellas, estimuló la concentración y la integración en el mercado de capitales (García Blake, 1979; Jacobs, 1981) (Maxfield, 1998; 345-346).

Durante el periodo 1974-1982, el dinamismo en la acumulación de capital estuvo determinado por la protección del mercado interno y el crédito bancario externo, mientras que la estructura de la propiedad del capital se correspondía con el entorno señalado y el escaso desarrollo del mercado de valores. Este último fenómeno estaba a su vez condicionado por el mercado protegido y el financiamiento garantizado, por los mecanismos mencionados, que determinaban una escasa diversificación y movilidad de la propiedad accionaria como forma de financiamiento y su concentración en manos de grandes accionistas individuales y / o grupos familiares y personas morales privadas o públicas (grupos financieros privados, gubernamentales o industriales) y capital extranjero (industriales o bancarios) (Morera, 1998; 39).

Por otra parte las condiciones macroeconómicas en que ese fortalecimiento se ha dado incluyen un relativo estancamiento del producto y una debilidad mayor en la inversión, también existe un deterioro en los salarios y un menor bienestar social generalizado. Esta es una realidad por la modalidad de apertura, el proceso está implicando una drástica modificación de la toma de decisiones en materia de inversión (Vidal, 2000b; 173).

Las empresas más importantes del país están financiando sus adquisiciones, inversiones y reestructuraciones con recursos captados en los mercados internacionales, principalmente en el mercado estadounidense. Colocación de

acciones directamente o por vía ADR's, colocación de bonos y otras modalidades de titulación. Las condiciones de los mercados del país, por los niveles de las tasas de interés y la propia composición de los mercados no han permitido que exista una fuente interna importante de financiamiento, además un número creciente de grandes empresas está operando a partir de las condiciones que se observan en el mercado estadounidense o, en todo caso, considerando ventas que finalmente se relacionan con el comportamiento de ese mercado, ejemplo de ello es la minería e incluso firmas exitosas como Cemex, las decisiones de inversión se están tomando en función del comportamiento que existe en mercados externos (Vidal, 2000b; 173)

Frente a los problemas de concentración del ingreso, se encuentra la concentración de recursos productivos y financieros. En la era de la apertura la desigualdad también ha sido condición característica de los mercados, asimismo, a lo largo de más de 20 años de reformas desregulación y apertura, las regiones y entidades de la republica muestran rasgos de desigualdad (Gutiérrez, 2006; 25).

Por otra parte, pese al éxito de algunas actividades crecientemente ligadas al exterior, el desarrollo de los mercados que anunciaba la era de la apertura y recientemente de la globalización, no ha podido superar la rígida estructura oligopólica de la economía, en la que ya no son monopolios públicos los culpables de la reducción de espacios para la inversión privada, sino que es la misma inversión privada, nacional y extranjera, la que ha privilegiado sectores, actividades y empresas que tienden a concentrar poder y mercado (Gutiérrez, 2006; 27-28). Hoy, con el modo en que los capitales dominantes están reproduciéndose, se mantiene el desempleo, aumenta la precariedad, crece la desigualdad y se fragmenta a las sociedades (Vidal, 2000a; 138).

Pese a lo que comúnmente se piensa, ello no ha significado la desarticulación de su inversión productiva. Al contrario, a partir de 1990 la extraordinaria centralización de capital dinerario ha tenido como propósito la inversión simultanea. En este caso el predominio de la inversión financiera tuvo como fin garantizar la inversión productiva y accionaria definitiva. Este tipo de tendencia, sin embargo, sólo se da en la gran empresa, pues para la inmensa mayoría de los capitales medianos, pequeños y micros, el desarrollo del fenómeno anterior ha tendido a significar la quiebra, la desarticulación o la subordinación al gran capital (Morera, 1998; 58)

Estas tendencias se han visto afectadas a partir de 1993 por la recesión económica y por crisis políticas (el caso de Chiapas) no obstante sigue siendo el eje con el cual tiende a rearticularse la acumulación de capital tras la crisis de 1994. Otra consecuencia del nuevo tipo de predominio de los grupos financieros han sido las asociaciones estratégicas entre empresas y grupos donde destaca la inversión extranjera, principalmente con inversión de cartera, con lo que se da la repatriación de capitales, una de cuyas formas es la asociación patrimonial. Además podemos considerar la administración del capital que se lleva a cabo mediante los consejos administrativos los cuales controlan el proceso productivo,

los cambios en la productividad, el empleo y las condiciones laborales y salariales (Morera, 1998; 59)

Otro aspecto es la expoliación de capitales y la quiebra de empresas. Los enormes recursos financieros que obtienen los grupos mediante las tasas de interés preferenciales han creado fuertes tensiones debido a los crecientes costos que han implicado para el resto de los medianos y pequeños capitales, lo que ha provocado quiebras de empresas y mayor desempleo, tendencias que se agudizan, además puede señalarse las nuevas formas de financiamiento, las cuales permiten a los grupos (particularmente a partir de 1988) cubrir sus obligaciones financieras y obtener ganancias extraordinarias (Morera, 1998; 59).

El endeudamiento externo permitió a la mayoría de los grandes consorcios empresariales del país invertir productivamente. De manera simultánea, se dio un proceso de concentración de riqueza, vía el reparto de dividendos, en manos de los grupos empresariales individuales (Morera, 1998; 97). Otro de los aspectos relevantes de la naturaleza de los grupos de capital financiero, es el acceso a la información privilegiada, situación que en determinados momentos les garantiza la adquisición de acciones por cuenta propia, ya sea como inversionistas institucionales o como grandes accionistas individuales. Tal es el caso de los principales accionistas de Bancomer (Manuel Espinosa Iglesias) y Banamex (Pablo Deutz), quienes una vez nacionalizada la banca aparecen como propietarios, el primero del 52% del grupo FRISCO y el segundo del 10% del capital social de la Corporación Industrial San Luis (Morera, 1998; 103).

La compulsión por las fusiones y la configuración de verdaderos mega conglomerados financieros han estado presentes en el curso de las más recientes crisis financieras y bancarias del mundo. Ese fenómeno, cabe destacar, también se presenta en otros sectores de la economía, además del financiero. El proceso de fusiones y adquisiciones en sectores no financieros demanda volúmenes crecientes de recursos, amplitud y diversificación geográfica, así como profundidad en el mercado financiero, lo cual hace que los propios intermediarios financieros busquen posicionarse mejor y profundizar e incluso controlar ciertos segmentos del mercado (Correa, 2000).

### **3.3 Reformas al sistema financiero**

Hasta antes de las reformas, la propiedad accionaria del gran capital se encontraba extraordinariamente concentrada, pues se lo permitía tanto un mercado protegido como el crédito garantizado. Después de la crisis de 1982, por un lado, y de los cambios en la economía mundial, por otro, tomó impulso una nueva modalidad de organización del gran capital, que trató de conjugar el fortalecimiento y competitividad internacional del mismo, sin poner en peligro el control estratégico ejercido por la pequeña élite de grandes beneficiados del progreso. Las reformas garantizaron a los grandes accionistas el control del conjunto del capital con inversiones tan pequeñas como el 5.16% del grupo Carso en Telmex, que le daría el 51% de los votos, o, en el caso de los “grupos

financieros” bancarios, con inversiones del 5 al 20%, que les proporcionaron el control del Holding (controladoras) (Morera, 1998; 16-17).

Los grupos de capital financiero son grupos corporativos; resultado de los procesos nacionales e internacionales de concentración y centralización del capital con el apoyo activo del gobierno a partir de la presidencia de Miguel de la Madrid. Sus reformas financieras y económicas (privatización de las empresas monopólicas paraestatales productivas y financieras) implicaron profundos cambios en el sistema financiero mexicano y en la estructura productiva del país (Morera, 1998; 26).

El concepto de grupo financiero nace oficialmente en 1970, con lo que se reconocía legalmente a los conglomerados financieros ya en existencia. Para el año de 1974, se autorizaron los bancos múltiples, los cuales otorgaban a los clientes múltiples servicios financieros, incluyendo préstamos a corto plazo, hipotecas y facilidades para comprar divisas extranjeras (Maxfield, 1998; 337)

Otro cambio dentro de la política para ayudar a aliviar la desintermediación fue que se aumentó la integración internacional del mercado financiero mexicano, esto se logró al permitir depósitos en dólares en bancos mexicanos (los llamados mexdólares). Otra medida fue la dirigida a facilitar la movilización eficiente de los recursos financieros para el desarrollo industrial, en la cual el gobierno mexicano decretó una ley donde reconocía legalmente a las empresas (holding) “unidades de fomento” y les dio incentivos fiscales (Maxfield, 1998; 337).

Las reformas en México durante la década de 1970 para corregir la desintermediación financiera, y la creciente integración internacional del sistema financiero mexicano, ocasionaron un incremento en la actividad financiera de corto plazo y una disminución en el financiamiento industrial de largo plazo. Con la concentración en la asignación de créditos y la segmentación del mercado financiero, la reducción en el financiamiento industrial de largo plazo presionó a los prestatarios pequeños y medianos. Los grandes conglomerados, tenían acceso a préstamos externos abundantes y con intereses relativamente bajos, lo que los pequeños prestatarios no podían conseguir. No sólo esto permitió que los prestatarios de los conglomerados obtuviesen capital de trabajo a tasas más bajas que las que cobraron para el crédito interno escaso, sino que también les dio ganancias del arbitraje entre la porción del mercado financiero basado en el dólar y la porción basado en el peso. Utilizaron estas ganancias para comprar otras empresas pequeñas y medianas (Maxfield, 1998; 346-347).

Al inicio de la década de los setenta el mercado de dinero y capitales estaba dominado por títulos gubernamentales de largo plazo y documentos emitidos por instituciones bancarias. La bolsa de valores no alcanzaba ninguna significación, ni en el movimiento general del mercado, ni mucho menos como mecanismo de financiamiento de las empresas. Bajo este escenario es que la crisis se presenta y desarrolla. Al inicio de la década de los setenta, dos decisiones de política económica, que implican cambios legislativos, permiten e impulsan el proceso de

modificación en la estructura del capital, la ley que permite el establecimiento de la denominada banca múltiple y la que regula la inversión extranjera y la transferencia de tecnología en el país. De mayo de 1973, cuando entra en vigor el decreto respectivo, a diciembre de 1981, se crean 1,669 empresas mixtas destacando los años de 1979 a 1981 cuando se constituye 50% del total (Vidal, 2000b; 114-115).”

La propuesta para que pudieran operar bancos múltiples formaba parte de una política económica y de una estrategia de crecimiento en la que se reconoce la necesidad de impulsar instituciones que permitan elevar la capacidad de financiamiento de la economía, sin embargo el proyecto en conjunto no avanzó, pero si la centralización del capital en este mercado y un cambio en cuanto a su estructura, reforzándose el peso de la banca y de instrumentos de deuda pública de mercado abierto (Vidal, 2000b; 118-119).

En México se puede decir que la conversión en banca múltiple en los años setenta tuvo las siguientes causas. Primero la incertidumbre que se apodera de las empresas y que se expresa a través de una intensa especulación respecto a variables como la tasa de interés y los tipos de cambio, de la cual resultan enormes pérdidas o cuantiosas ganancias, y que da inicio a la era de las estructuraciones de capital, es decir, de planificaciones financieras en las que se incluyen como factor esencial el mantener estrechos vínculos entre las empresas y los bancos. Los sectores considerados de punta que mantenían un carácter casi monopolístico de la tecnología aplicada requirieron un volumen de financiamiento sólo posible a través de nuevas instituciones bancarias que les respaldaran, centralizando volúmenes importantes de capital y simultáneamente haciendo óptimo el uso financiero y productivo (Manrique, 1996; 74).

La pérdida de dinamismo de la inversión en la década de los setenta se debió a que la rentabilidad de las inversiones disminuyó de manera importante en ese período, fue por ello que la banca se reestructura jurídicamente acorde con sus nuevas y variadas funciones de banca múltiple, en 1974 se convierte en una nueva ley, en cuya exposición de motivos se justifican su implantación en aras de la desconcentración financiera, racionalidad y eficiencia, así como la disminución de costos de operación y consolidación de activos. Desde el principio pudo observarse que el comportamiento de la banca múltiple se apartó de los motivos principales para su legalización, pues la desconcentración financiera, motivo central, quedó rápidamente desvanecida y olvidada frente al proceso contrario, esto es se produjo un acelerado proceso de concentración tan evidente que, para 1979, de 30 bancos múltiples que representaban entre el 91 y 92% del total de los pasivos bancarios, cuatro reunían el 68% de las sucursales en todo el país, y solamente dos acaparaban el 45% de éstos” (Manrique, 1996; 74-75).

En 1970 de un total de 240 instituciones bancarias tan sólo 18 captaban 75% de los recursos, en 1979, tan sólo 6 instituciones captaban este monto, a finales de 1981 siete bancos manejaban 67% de los recursos totales del sistema bancario. Así, al final de los años setenta, parte importante de las operaciones en

la bolsa las realizaban filiales de los bancos, la casa de bolsa Banamex realizaba aproximadamente 21% del total de las operaciones en la bolsa (Vidal, 2000b; 118-119). La Dra. Manrique nos muestra estadísticas parecidas acerca de que en la práctica, la concentración de recursos en un número reducido de bancos aumentó, y los costos de operación, financieros y no financieros, no se redujeron sino que aumentaron las utilidades (Manrique, 1996; 76).

El primer paso de la apertura y liberación consistió en desregular, es decir, en transferir de las manos del Estado la estafeta del control y manipulación de los instrumentos tradicionales propios de la política monetaria al sector privado, justificando el cambio con la convicción oficial de que es ésta la forma de fortalecer el sistema bancario diversificado y competitivo, mejor supervisado, congruente con las necesidades sociales y con la transformación de estructuras económicas. La liberación financiera inicia con la liberación de las tasas de interés pasivas y con la implantación de la denominada banca universal. Se determinó que el rendimiento de los CETES iniciaría su descenso hasta alcanzar un nivel mínimo y con ello la libre competencia marcaría los niveles (Manrique, 1996; 77-78).

En 1985 se lleva a cabo una reforma en la legislación financiera que promueve cambios en la propiedad de los diversos tipos de empresas en el sistema como por los circuitos de financiamiento que contribuye a configurar. Con respecto a las casas de bolsa y sociedades de inversión cabe destacar las nuevas posibilidades asignadas así como la decisión de permitir la compra de hasta el 34% de las acciones de los bancos nacionalizados por parte de particulares o del sector social. Esto último permitió que en procedimientos relativamente cortos poco transparentes, importantes ex-banqueros compraran acciones de dichos bancos y volvieran a formar parte de sus directorios usando los fondos de indemnización que habían recibido a consecuencia de la nacionalización. Otro componente de la reforma es la nueva ley orgánica del Banco de México y los cambios en las formas de financiamiento interno del sector público por lo cual se pasa del sistema de cambios del encaje bancario por bonos públicos a otro sistema en el que la deuda pública se financia mediante CETES comerciados a través del mercado de valores. Bajo esta modalidad de financiamiento, aumentan los montos de CETES colocados entre el público así como sus tasas de rendimiento que pasaron del 48 al 75% entre principios y fines de 1985. Los elevados costos de este financiamiento de la deuda interna en poder del público fueron pagados principalmente a las casas de bolsa así como a los grupos financieros que sobrevivieron a la nacionalización bancaria (Garrido y Quintana, 1988; 51-52).

Es claro que las reformas constitucionales y reglamentarias han respondido a la transición al TLCAN y las formas de integración con América Latina. Vale recordar que desde principios de 1989, de las reformas a la Ley Orgánica del Banco de México se deriva una desregulación operativa que elimina el sistema de canalización selectiva del crédito mediante la sustitución del régimen de encaje legal por un coeficiente de liquidez de sólo el 30%, contra el 70% hasta entonces

existente, y finalmente, la desaparición del propio coeficiente en 1991 (Manrique, 1996; 90-91).

La Ley para Regular las Agrupaciones Financieras publicada el 18 de julio de 1990 propone una nueva organización y funcionamiento del sistema bancario a través de grupos financieros, la exposición de motivos presenta a esta legislación como vehículo para lograr la separación entre grupos financieros y grupos industriales y comerciales, pues expresa la certidumbre de que, con esta nueva organización, un grupo financiero no puede controlar a uno industrial o comercial, ni uno industrial o comercial lo puede hacer con un financiero. Casi de manera contundente se asegura que el Estado no solamente conservará el control del sistema bancario sino que impedirá el monopolio de la banca y su propiedad será de nacionales, con la expectativa segura de que, por efecto de la distribución del capital social, podrá lograrse la tan anunciada pulverización accionaria, justamente a través de las casas de bolsa, al considerarlas, en combinación con las sociedades de inversión, como la vía ideal para la democratización del capital.” (Manrique, 1996; 93-94).

Tal democratización resulta una verdadera quimera, pues estas instituciones (casas de bolsa y sociedades de inversión) han conformado en años recientes poderosos grupos empresariales, al mismo que anunciaron con anticipación a las subastas públicas su intención de recuperar la mayoría de los bancos múltiples, pues contaban desde ese momento con la capacidad de compra suficiente para pagar el valor en libros de estas instituciones, como dueños de más de la mitad de la deuda interna del gobierno federal y de las enormes ganancias que obtuvieran en tan sólo un lustro de exitosas operaciones (Manrique, 1996; 94).

A estas alturas, el proceso de reacomodo de los intermediarios financieros no bancarios en los conglomerados promovidos por la reforma financiera perfila un mercado controlado por unas cuantas agrupaciones poseedoras de un gran poder económico y político. La propiedad de estas agrupaciones de hecho ya descansa en manos de ese selecto grupo de empresarios cuyos nombres se repiten, una y otra vez, en los consejos de administración, y la centralización de capitales que suscita esta forma de agrupaciones (Manrique, 1996; 94).

Lo que puede observarse a simple vista es que, no obstante que la nueva legislación bancaria explicita que con ella se evita la concentración del capital, básicamente en forma de capital financiero e industrial, no sólo los nombres de los consejos de administración de estos grupos financieros se repiten, sino también en los consejos de administración de los grandes consorcios industriales de todo el país. La reforma financiera que avanzó con la desregulación al eliminar el encaje bancario primero y coeficiente de liquidez después, al dar un fuerte viraje al control de las tasas de interés y la propia reprivatización bancaria, lejos de eliminar problemas ha creado nuevos, pues si bien desaparecieron rigideces y excesos de control, es evidente que no garantiza en el presente ni en el futuro el abatimiento de las crecidas tasas de interés, ni la enorme brecha que existe entre tasas activas y pasivas (Manrique, 1996; 98-99).

A mediados de 2006 entra en vigor la Nueva Ley del Mercado de Valores. Con la que se otorga reforzamiento de mejores prácticas legales y corporativas, establecimiento de supervisión de las autoridades y las sanciones establecidas, ley que aparentemente genera un entorno totalmente distinto, y da seguridad para los inversionistas sobre la transparencia con que se manejan las operaciones, así como la constante búsqueda de eficiencias y eliminación de riesgos (Hernández y Gaona, 2006; 2). Estas medidas buscan combatir otra de las estrategias de las grandes empresas por ejemplo en 2005, al menos cuatro empresas, Wal-Mart, Jugos del Valle, Grupo Corvi y Coppel, fueron multadas por no ofrecer información clara al mercado. Cada una tuvo que pagar 17,640 pesos, lo que apenas constituye un castigo simbólico para estas grandes compañías (Moody; 2007).

En el pasado cuarto de siglo se transfirieron activos del Estado al capital extranjero, se permitió la existencia de monopolios privados autorregulados y sobre todo, se dejó desprotegido todo lo que tiene que ver con el trabajo, para favorecer todo lo que tiene que ver con el capital, en el nombre de la deuda externa. Se privatizó, nacionalizó y reprivatizó la banca de los países, habiendo desaparecido tanto la banca pública como la banca nacional. Se flexibilizó el mercado de trabajo y se denunció a los sindicatos como monopolios del salario. De la suma de todo esto, resulta la inmensa concentración del ingreso dentro de todos los países y en el mundo en general. Si la crisis de la deuda y la transferencia de capitales de los ochenta marcaron el cambio de la convergencia a la divergencia, las reformas estructurales de los noventa la acentuaron. Esta no es una falla teórica sino el objeto de las políticas así llamadas neoliberales para la globalización (Ugarteche, 2007). De la misma forma dichas reformas ocasionaron que los grandes grupos industriales fueran beneficiados y mostraron cierta habilidad para manejar su dependencia del primer mundo, y para competir en los mercados internacionales, pero fallaron al no poder convertirse en promotores del desarrollo nacional (Pozas, 2003; 473).

Finalmente “la existencia de centros financieros internacionales y de bancos locales que participan en la intermediación financiera internacional permite a los agentes económicos trasladar sus depósitos de un lugar a otro y así obtener una valorización de su capital superior a la que se podría obtener en las áreas industrial o comercial de su país. Esto nos lleva a considerar que, en general, la desregulación en materia financiera se ha orientado no sólo hacia la búsqueda de formas de operación innovadoras que permitan volver más eficientes los negocios bancarios, sino también, y sobre todo, para enfrentar la competencia que por la obtención de mayores niveles de ganancia ha surgido con la creación de centros financieros básicamente especulativos que no están sujetos a alguna regulación específica. Ello se refuerza con la integración que, dentro del proceso de desregulación, se está dando entre las actividades de los diferentes intermediarios financieros, sean bancos comerciales, casas de bolsa, aseguradoras o uniones de crédito. Adicionalmente, con las nuevas tecnologías financieras, apoyadas en el uso de sofisticados sistemas de información que permiten evaluar con rapidez la volatilidad de las variables económico-financieras, también se ha contribuido a

reducir los tiempos de las operaciones interbancarias y, por lo tanto, del movimiento de capitales” (Huerta).

### **3.4 Grupos económicos y estrategias**

Al final de la década de los setenta, las altas tasas de interés nacionales ocasionaron que los préstamos extranjeros fueran más baratos que los préstamos nacionales, las empresas más grandes con acceso a los préstamos extranjeros, aprovecharon varias ventajas de la segmentación entre un mercado de dólares a bajo costo y un mercado de pesos con un costo alto. Los grupos utilizaron las ganancias provenientes de operaciones financieras de corto plazo para adquirir empresas más débiles expandiendo, por lo tanto, sus conglomerados. Estas ventajas relativas para las empresas y los individuos, con o sin acceso a los mercados nacionales y a los basados en el dólar, polarizaron a la industria y debilitó a las empresas pequeñas y medianas (Maxfield, 1998; 334-335).

El ritmo de las fusiones y de las adquisiciones por parte de los grupos se aceleró a finales de la década de 1970. Un estudio de la expansión de los cuatro principales grupos de México revela que hicieron 9 adquisiciones entre 1975 y 1977, en comparación con 32 entre 1978 y 1981 (Jacobs, 1981). La concentración económica mediante la integración de grandes compañías en holdings es obvia en la concentración de ventas expuestas dentro del equivalente mexicano de la revista *Fortune 500 (Expansión 500)*, creció del 53% del total de ventas en 1977, a 57% en 1980 (Quijano, 1983, 265). En 1979 *Expansión 500* registró 39 grupos, 90 en 1980 y 120 en 1981. Para 1980, estos conglomerados incluían 1,100 compañías, 1,600 para 1981. La concentración de activos entre 23 grupos creció del 26% de los activos totales en 1978, a casi 31% en 1980 (Quijano, 1983,265). Del número creciente de grupos económicos formados en la década de 1970, aquellos que vincularon el capital bancarios y el capital industrial fueron la minoría dominante mediada por la magnitud de sus activos (Santin et al., 1983,108)”. (Maxfield, 1998; 346). El proceso de mega fusiones continúa en telecomunicaciones, energía, química y otros sectores. En servicios financieros, incluyendo bancos, el FMI señala que se han creado extensos conglomerados financieros diversificados, los cuales alcanzan todo el espacio de los servicios financieros y de los mercados globales (Correa, 2000).

El sector financiero es estratégico en la movilización de activos, colocación, rentabilidad, funcionamiento solvente de los sistemas de pagos y en el financiamiento de la actividad económica. Los 50 conglomerados financieros más grandes del mundo sumaron activos por 17.7 billones de dólares en 1998, equivalentes a casi 60% del producto mundial; el valor de los activos totales de las 100 empresas transnacionales no financieras más grandes en 1997 llegó a 4.2 billones de dólares. En América Latina, los 19 mayores bancos comerciales representan casi 2% del valor de mercado de los mayores bancos comerciales del mundo y puede calcularse que manejan activos equivalentes a 70% del producto interno sólo de México (Correa, 2000).

De acuerdo a Ugarteche “la variable grabitante hoy es la financiera que es el método a través del cual se traslada la riqueza de un lugar a otro y de una esfera a otra. La pobreza en el mundo de hoy es, en parte, fruto de las políticas concentradoras de riqueza. Mejores precios para los productos del campo, mejores salarios, un funcionamiento adecuado de los sindicatos, permitiría una mejor distribución del ingreso desde la producción misma. Políticas productivas sectoriales orientadas a la generación de valor agregado y de empleo serían el modo de tener crecimiento sostenido y mejora de los ingresos de la población. Pero esto no es lo que quieren los organismos financieros internacionales ni las elites latinoamericanas, ni en muchos países la clase política” (Ugarteche, 2007).

En los años setenta los más poderosos capitales de México, que desde hace años operaban por medio de grandes empresas manteniendo relaciones con los monopolios extranjeros efectuaron transformaciones compatibles con el proceso de centralización y diversificación que llevaban adelante. Surgieron y se multiplicaron las sociedades tenedoras de acciones y sociedades de inversión y de fomento, además de poder destinar recursos al sistema financiero, tenían la conducción del conjunto de empresas que constituyen el grupo (Vidal, 2000b; 120-121).

Los principales grupos financieros creados en los setentas son Nafinsa y Somex-Fisomex. Los dos contaban con capital del sector público, además promovieron fideicomisos, sociedades de inversión y *joint-ventures* con diversos capitales del país y del exterior. La actividad en la que concentraron sus inversiones fue la industria de bienes de capital (Vidal, 2000b; 123).

Hacia finales de los ochentas las empresas en las que Nafinsa participaba como inversionista alcanzó la cifra de más de ochenta, destacando las empresas de bienes de capital, de la metalmecánica, la siderurgia y la minería. A través de Nafinsa el gobierno participaba en Sidermex, Teléfonos de México y Fertimex. Otras empresas importantes en las que tenía inversión eran Renault, IEM, Cigarros la Tabacalera, San Cristóbal, Tereftalatos Mexicanos e industrias Polifil. Por su parte Somex tuvo una importante presencia en la industria de autopartes. En 1981 tenía inversiones en alrededor de 10 empresas que generaban cerca de 50% de las autopartes que se utilizaban en las empresas ensambladoras (Vidal, 2000b; 125).

Somex contaba con participación en importantes industrias de la industria química, de la petroquímica y de los productos domésticos, pero como fue el caso de Nafinsa y de otros consorcios privados su expansión se acompañó de un alto endeudamiento. “Los cuatro principales grupos financieros cuya matriz se encuentra en Monterrey, y que habían estado ubicados en la punta del auge petrolero, tienen una deuda en moneda extranjera que represente 71% de sus activos. Al inicio del auge petrolero ésta era de orden de 23% de sus activos” (Vidal, 2000b; 126).

La historia de este endeudamiento está ligada al desarrollo de los grupos en los años previos. Por ejemplo, Alfa penetró, por la vía de compras, a otras ramas. Posteriormente, inició diversos proyectos de inversión y renovación tecnológica. Por su parte Visa inicia el proceso de adquisición de otras empresas diversificándose hacia alimentos empacados, refrescos, empresas agropecuarias, restaurantes de comida rápida y turismo. En los años ochenta, tanto Visa como Vitro llevan adelante acciones para racionalizar sus inversiones y, como en los casos de Alfa, concentra sus inversiones en una rama de la actividad económica y profundiza su presencia en la producción de cerveza y refresco. Vitro penetra más en el vidrio e incluso adquiere activos en el exterior. Todos estos grupos deben resolver desde 1982 la cuestión de su deuda externa (Vidal, 2000b; 126-127).

Los grupos industriales y financieros que encabezaban la acumulación se encuentran en una difícil situación desde principios de los ochenta, de hecho varios de ellos no alcanzaron a ver madurar algunas de las inversiones, y otros se diversifican sobre la base de una amplia red de crédito y cuentan con muy significativos apoyos de diversos organismos del Estado. Cuando las finanzas públicas no dan para más y el crédito no puede seguir aumentando, la vulnerabilidad e inestabilidad del proceso de expansión que habían estado desarrollando estos grupos, aparecen con toda su fuerza. El ambiente macroeconómico de ajuste, austeridad y traslado de recursos al exterior los obliga a replantearse los modos en que continuarán operando (Vidal, 2000b; 127).

“La apertura de la economía, las modificaciones en la gestión de las finanzas públicas, los cambios en la deuda pública, las transformaciones en las regulaciones monetarias y del crédito y las privatizaciones de empresas públicas, son datos del proceso de traslado en la propiedad de gran cantidad de activos, pero también en los tipos de asociación entre capitales y en la composición de ciertas inversiones” (Vidal, 2000b; 157).

Las reformas en materia de banca y crédito que se llevaron a cabo en el régimen de Salinas permitieron, o impulsaron, la constitución de grandes conglomerados financieros con capacidad de actuar en todos los ámbitos del sistema de crédito. Sin duda se modifican las relaciones de fuerza y el poder relativo en los mercados, pero la realidad de las grandes firmas persiste y se profundiza (Vidal, 2000b; 157-158).

En cierto estudio Vidal encuentra que en las industrias del vidrio y la cerveza son unas cuantas firmas las que controlan la producción e incursionan de manera creciente, aunque no necesariamente con igual éxito, en mercados externos. Él establece que varias actividades industriales que están alcanzando un peso mayor en el producto industrial tienen como núcleo grandes corporaciones, tanto de capital nacional como extranjero (Vidal, 2000b; 163-165).

En las ramas de vidrio, cerveza, refrescos y bebidas y alimentos, varias grandes corporaciones, han debido aceptar nuevos socios o controladores de los grupos, con ello las firmas transnacionales amplían sus posiciones en el control de

activos locales tal como sucede en la banca, las compañías de seguros y en las telecomunicaciones, son las reglas de la competencia global. Los términos en que se resolvió la nacionalización, el crecimiento de las casas de bolsa, las renegociaciones vinculadas al FICORCA, las ganancias financieras y la propia privatización no fueron suficientes para muchos grandes empresarios. Ahora los empresarios deben aceptar tener grandes fortunas, pero no el control de las firmas ya que se han convertido en socios de los capitales del exterior con mucho menor capacidad para proponer alternativas y poder incluir a sus grupos sociales, y seguirá así en la medida en que esta modalidad de crecimiento permanezca (Vidal, 2000b; 172).

De acuerdo a cierta investigación 32 de los más destacados empresarios<sup>13</sup> intervienen en las siguientes casas de bolsa; Operadora de Bolsa e Inverlat, precisamente las dos instituciones más importantes del ramo. No es casual que sean las dos más importantes casas de bolsa las que aparezcan agrupando al mayor número de empresarios, ya que esos hombres de negocios son de los más destacados representantes de la iniciativa privada y los organismos que encabezan son también de los más fuertes del medio. Estos vínculos garantizan las ganancias ya que el buen desempeño económico de esas entidades se debe no sólo a una actuación en sus respectivos mercados, sino también a su participación en la bolsa, de tal manera que la ganancia es doble, porque proviene de una empresa cotizada y de una casa de bolsa triunfadora (Hernández, 1998; 80-81).

Con respecto a los bancos, de los 32 empresarios mencionados 26 figuraban en los consejos de administración de los bancos antes de la nacionalización de 1982, especialmente en Bancomer y Banamex, los dos más importantes multibancos. Bancomer tenía tal capacidad económica que lograba reunir a un grupo selecto de hombres de negocios y a través de ellos, a importantes empresas del país. En sus consejos de administración figuraban 99 miembros los cuales en su mayoría importantes dirigentes de las más destacadas empresas del país. Es evidente que en estas condiciones, Bancomer no era centro de un consorcio sino una poderosa institución en la cual convergían muchas otras empresas relevantes (Hernández, 1998; 82-83).

En la actualidad una de las características de los grupos es su nueva organización industrial internacional a través alianzas estratégicas, las cuales pueden ser subordinadas o no, dependiendo de la relación que guarden con la empresa matriz o integradora. Esta forma, descentralizada y deslocalizada a partir de la subcontratación internacional posibilita la integración de la pequeña y mediana empresa, el comercio y la información de los procesos globales de producción, al mismo tiempo obliga a la apertura de la inversión tecnológica y productiva. Las redes de intercambio son producto de la interconexión de los mercados y de los avances en las telecomunicaciones, la informática y la microelectrónica, ejemplo de ello es el mercado financiero internacional, donde la

---

<sup>13</sup> Durante el sexenio de Miguel de la Madrid

compraventa de acciones y de divisas entre los mercados de los diferentes países se realiza hoy mediante las redes de intercambio. Estas estrategias corporativas rebasan los anteriores acuerdos de precios para establecer coinversiones, alianzas tecnológicas y fusiones para garantizar permanencia y posicionamiento en el mercado, lo que en algunos casos resulta la alianza entre competidores por ejemplo Toyota con Ford, Bancomer, Serfin, Mexicano etcétera (Morera, 1998; 35-36).

En 1996, entre las muy diversas operaciones de fusión y ofertas públicas de adquisición realizadas, existieron algunas que involucraron a firmas que tenían una gran cantidad de activos en el extranjero o que realizaban la mayoría de sus ventas en mercados externos o distintos de aquel en que se sitúa la empresa matriz, regularmente son compañías que están incluidas entre las mayores empresas transnacionales. Después de estas transacciones se ha agregado cada vez más operaciones en que las firmas objeto de la compra, o las que se fusionan, son grandes consorcios con una importante presencia internacional y cuyas matrices están en países diferentes. Estas transacciones están poniendo de manifiesto que el proceso de concentración económica tiene nuevos alcances (Vidal, 2000a; 121-122).

Durante los años noventa con la apertura económica y liberalización de la cuenta de capitales crece la inversión extranjera directa en las llamadas economías emergentes, y tiene por objetivo principal realizar compras y adquisiciones de empresas y activos. Compras y adquisiciones que fueron creciendo a lo largo de toda la década, principalmente a partir de 1994. “En 1995 las fusiones y adquisiciones realizadas alcanzaron la cifra de seiscientos mil millones de dólares y en 1997 llegaron a un billón seiscientos mil millones de dólares. En 1997, tan sólo las operaciones anunciadas en Estados Unidos, según información de Securities Data, involucran una cantidad de 938 mil millones de dólares, cifra superior en 40% a la alcanzada en 1996. En América Latina, durante 1997, las fusiones implicaron la cifra de 71 mil millones de dólares, superior en 97% a la marca establecida en 1996. En 1998 las adquisiciones y compras siguieron creciendo alcanzando la cifra de 82 mil millones de dólares” (Vidal, 2000a; 124-125).

De acuerdo a la rama de actividad, entre 1995 a 1998 las fusiones mayores a mil millones de dólares se concentraron en banca, seguros, telecomunicaciones, medios de comunicación, química y farmacéutica. Para finales de la década se concentra en el petróleo e industria automotriz (Vidal, 2000a; 126).

En las economías emergentes de Asia y América hay capitales empeñados en dismantelar procesos de regionalización que revelan cierta vulnerabilidad y que pueden ser desarticulados, de esa forma logran conquistar mercados que hasta hace pocos años estaban en manos de poderosos competidores. “Para este grupo la continuidad en la reforma económica en ciertas regiones se impone como necesaria, no obstante que implique el desarrollo de nuevas crisis financieras, un crecimiento endeble en varias de las más importantes economías, el

mantenimiento de altos niveles de desempleo y la profundización de la desigualdad social” (Vidal, 2000a; 128).

Los mercados bursátiles y de crédito se han ampliado por medio de fusiones y compras forzadas. Sin embargo el crecimiento de los sistemas de crédito no ha sido continuo, ni tampoco exento de crisis, pero además, las crisis han sido procesos que han impulsado con particular fuerza la concentración económica en el sector. La propia concentración económica en curso es una fuerza que no contribuye a la estabilidad en la estructura del capital, aun en países en que se han realizado gran cantidad de este tipo de operaciones en los últimos años. Las decisiones de inversión a tomar en el futuro cuentan con este otro ingrediente que genera inestabilidad (Vidal, 2000a; 129, 131).

La evolución de los mercados de valores en la década de los noventa indica la reestructuración de las relaciones entre las mayores empresas en el conjunto de la economía internacional. Las enérgicas caídas que han tenido varios mercados, especialmente de los mercados emergentes, ha colocado en una situación vulnerable a muchos consorcios que bajo esas condiciones pueden ser objeto de compras hostiles (Vidal, 2000a; 133). Compras, fusiones, concentración económica y financiación de la economía han sido procesos que han ido de la mano. En muchos sentidos los cambios han estado encabezados por sectores o grupos de empresarios con sede en Estados Unidos, los cuales están dispuestos a no modificar sus posiciones, (Vidal, 2000a; 136).

El Banco Mundial y el gobierno de los Estados Unidos, insisten en que la reforma estructural en América Latina, debe mantener las condiciones actuales de reorganización de la economía internacional lo que garantiza que las fusiones continúen, además de que las corporaciones prestarán más atención a las colocaciones financieras, aun cuando no exista aumento en la capacidad de producción (Vidal, 2000a; 137).

### **3.5 Concentración y centralización de capital**

Una de las características de los países subdesarrollados y que lo tuvieron antes los desarrollados, es que la concentración de la propiedad capitalista es mucho más rápida que la producción. En México como en algunos otros países en desarrollo esto ha llevado a la formación de grupos empresariales que adoptan formas diversificadas de integración tipos conglomerados, con desigualdades nexos con las otras formas de integración. Lo común es la existencia multiempresarial de valorización del capital y el financiamiento, con la libertad de estar o no concentrado en bancos, y en donde el elemento financiero tiene que ver más bien con la forma accionaria de control y la centralización de la gestión financiera (Morera, 1998; 28).

Como bien apunta Vidal cuantiosas fortunas fueron hechas durante los años noventa, como también las nuevas formas de organización jurídico-administrativa y financiera de los consorcios. De hecho los grupos financieros en México son la mayor novedad jurídica con lo que respecta al terreno bancario financiero y la

lucha entre capitales, acelera los procesos de concentración y centralización, uno de los procesos clave de la crisis (Vidal, 2000b; 101).

Los cincuenta y setenta son años de mejora relativa en los salarios así como de ampliación y avances de las clases medias urbanas, durante este tiempo el uso de los capitales en importación de maquinaria, equipos, materias primas y auxiliares era un dato más que no bloqueaba el proceso, a pesar de que el crecimiento se daba con un déficit comercial con el exterior en la industria. Un análisis realizado por Vidal demuestra que este mecanismo de financiamiento de una parte de las importaciones para la industria funciona hasta finales de los años sesenta (Vidal, 2000b; 102-103).

Si bien para varios de los agentes implicados en la economía la determinante externa en la decisión de invertir era un dato, también sucedía que las expectativas del mercado nacional y la lógica imperante en éste definían igualmente la magnitud y composición de esa inversión. Existía un mercado en expansión en el que los asalariados contaban, como también los grupos medios y algunos sectores no urbanos, no obstante la situación fue cambiando en la medida en que los propios procesos de acumulación y reproducción se desarrollaban, procreando contradicciones y creando condiciones para que los desequilibrios progresaran. Así, cuando los capitales no reconocen proceso alguno de reparto de la ganancia, y en un ambiente de baja de la tasa general de beneficios, se inician desplazamientos, disputas, compras y ventas de empresas con las que algunos de ellos buscan fortalecerse (Vidal, 2000b; 103).

Durante el sexenio de Miguel De la Madrid las empresas mantuvieron ociosas en un promedio del 30% la capacidad de sus instalaciones con lo cual se confirma que las inversiones no se dirigieron a ampliar la producción sino a mantenerla. Por lo tanto, las ventas sólo pudieron aumentar gracias a los precios y no a un mejoramiento del mercado, la inflación ha beneficiado a las empresas más de lo que sus dueños esperaban, como lo prueba el hecho de que las utilidades obtenidas en estos años tengan como fuente primordial este peculiar factor económico. En dicho sexenio la economía tuvo serios problemas, pero tales efectos no los sufrieron varias empresas, en particular aquellas que operan en el mercado de valores. Más aún, de esas buenas condiciones las entidades gigantes han sido las que han obtenido los mayores beneficios (Hernández, 1998; 76-77).<sup>14</sup>

En su investigación, Hernández encontró que 32 empresarios en el sexenio de De la Madrid eran parte del consejo administrativo de 14 de las 19 instituciones que agrupó como gigantes, observó que esos 32 hombres de negocios, menos de 10% de los que ocupan puestos similares en todas las empresas registradas en la bolsa de valores, intervienen en los consejos de 59 de esos organismos, es decir 41% del total que figuran en ese mercado. Como ya se mencionó gran parte de los

---

<sup>14</sup> El autor establece el tamaño de las empresas en función del activo total. Los rasgos son: Pequeñas, de 3 mil millones de pesos o menos, hasta 50 mil millones; medianas, de 51 mil millones a 100 mil millones; grandes, de 101 mil millones a 400 mil millones, y gigantes de 401 mil millones en adelante.

empresarios mencionados formaban parte de los consejos administrativos de las instituciones financieras más importantes, los datos anteriores nos dan muestra de la concentración que se daba en aquella época (Hernández, 1998; 78-79).

Por su parte en las transformaciones ocurridas entre 1982-1987, está el cambio de estructura del comercio exterior, porque se modifica la estructura de las exportaciones en la medida en que las no petroleras son mayoritarias. Otro cambio se encuentra en la estructura de las finanzas públicas, en tercer lugar se produjo una transformación en la estructura del mercado interno en la medida en que los nuevos sectores dinámicos en el mismo son los servicios y la producción para el mercado mundial. Por su parte el sistema financiero tiene nuevas instituciones y circuitos en torno a las casas de bolsa y sociedades de inversión así como en una banca nacionalizada que ahora ha pasado a ser de propiedad mixta, pero que mantiene una importante actividad de captación y genera fuertes utilidades al tiempo que avanza hacia una expansión internacional (Garrido y Quintana, 1988; 57).

Los cambios anteriores corresponden a la consolidación de un nuevo bloque que controla el excedente, dicho bloque aparece claramente delineado gracias al extraordinario grado de concentración alcanzado por la economía nacional en esos años, por ello encontramos como figuras fundamentales en el nuevo bloque hegemónico a unos veinte grandes grupos económicos los cuales concentran en sus manos las principales exportaciones dentro de cinco ramas, además de controlar la deuda pública interna, y son los grandes operadores de bolsa tanto en términos de compra-venta como en cuanto a su participación indirecta en múltiples casas de bolsa (Garrido y Quintana, 1998; 58).

Estos grupos no son necesariamente los mismos que existían en los setenta, han sufrido importantes transformaciones. Desde el ángulo de las empresas transnacionales con inversiones directas en el país puede anotarse un cambio trascendente por parte de aquellas que pasan a ser productoras para la exportación, como el caso de Ford y algunas otras automotrices. Asimismo el incremento de las maquiladoras, y el papel fundamental de las transnacionales con capacidad exportadora dentro del nuevo modelo económico. La banca transnacional mantiene su importante papel dentro del bloque hegemónico, debido a los efectos sobre este poder de control de excedente vía deuda externa (Garrido y Quintana, 1998; 58-59).

La debilidad de esta hegemonía se funda en la incertidumbre de las condiciones externas como en las propias condiciones internas sobre que se constituye. La persistencia y consolidación de la nueva estructura de acumulación parece estar determinada por la dinámica de la producción para el mercado mundial. Y ello está condicionado por las perspectivas de los precios petroleros, y de las demandas por exportaciones manufactureras, así como por el mantenimiento del diferencial salarial y de cierta subvaluación cambiaria (Garrido y Quintana, 1998; 60).

“Con respecto a la banca en 1950, 42 instituciones concentraban el 75% del total de los recursos, mientras que en 1970 sólo 6 de ellas controlaban el 60%. Para 1975 ese porcentaje lo superaban 4 bancos. Tan notable como la concentración y centralización de capital en los bancos es el proceso de profunda reorganización de su estructura, que en esos años cristaliza en lo que se conoce como banca múltiple” (Manrique, 1996; 73).

### **3.6 La reestructuración de las grandes empresas**

A partir de 1982 en México se efectúa una reestructuración capitalista, que representa una modernización conservadora que comienza por un estancamiento relativo y mediante la centralización de capitales en forma de una vertiginosa pugna financiera por el excedente. Lo cual se explica por la relación entre las fuerzas hegemónicas con las que se llega al estallido de la crisis (Garrido y Quintana, 1988; 39).

En primer lugar la crisis del petróleo marca una última y dramática manifestación de los profundos cambios en la economía mundial, que hacían inviable mantener la vieja usanza primario-exportadora. En segundo lugar, la magnitud de la fuga de capitales y la devaluación del peso provoca una brusca redistribución de los activos hacia la tenencia de dólares. Un tercer lugar, lo que es más significativo en lo anterior, es que quienes tenían sus activos bajo la forma de dólares adquirieron junto con la banca extranjera, una situación privilegiada para controlar el excedente nacional en el futuro. En cuarto lugar, la brusca devaluación que precede a la crisis de deuda provoca que las empresas endeudadas en dólares se enfrentaran a una grave crisis financiera que en muchos casos las ponía en situación de quiebra técnica (el caso más espectacular lo constituyó el grupo Alfa). En quinto lugar, la crisis en el pago de la deuda externa significó para el país que se cerraba por un largo período la era de los préstamos voluntarios en el mercado financiero internacional. Se puede decir que la crisis de deuda significó el quiebre del patrón de acumulación tradicional y marcó el fin de las posibilidades para la larga serie de intentos de reforma desarrollados en los setenta (Garrido y Quintana, 1988; 42-44).

Las posibles reestructuraciones del capitalismo mexicano que dieran salida a la crisis tenían determinantes externos. La deuda externa, por ejemplo, imponía con lógica inexorable un sendero para la recomposición de la actividad económica, se definen los patrones del comercio orientados al sector externo y a un tipo de cambio exportador como condiciones básicas que deberá seguir la nueva configuración general de la acumulación. Con la crisis se interrumpen los préstamos internacionales voluntarios con lo cual la acumulación se basará en el ahorro interno, asimismo, el ambiente de altas tasas de interés internacionales provocado por la política de Reagan condiciona muy fuertemente las políticas internas de tasas de interés para evitar la fuga de capitales (Garrido y Quintana, 1988; 45).

El gobierno de De la Madrid dedicó buena parte a restaurar el viejo equilibrio económico, para lograrlo aplicó una política económica caracterizada por la

reprivatización de algunos ámbitos que eran reservados para el Estado, la contracción del gasto público y el aseguramiento de condiciones económicas y técnicamente favorables para las empresas con el propósito de que la iniciativa privada reanudara la inversión productiva. Por desgracia, al mismo tiempo que esa política económica permitió el saneamiento de las fábricas, favoreció la especulación como forma de incrementar hasta donde sea posible las ganancias. A ello se debe la extraordinaria alza en el índice accionario de la Bolsa Mexicana de Valores que se registro en el sexenio. De junio de 1986 a junio de 1987, ese índice tuvo un incremento acumulado de 910% (Hernández, 1998; 87).

Con la nacionalización de la banca se puso en movimiento capitales hasta entonces considerados como seguros en las acciones bancarias. Los que no poseían el suficiente capital para rehacer sus emporios, tuvieron que establecer acuerdos con inversionistas que, de pronto, resultaron inmensamente ricos, como son los casos de Carlos Slim y Saba. Al mismo tiempo la nacionalización produjo cambios en algunos grupos económicos, pero no transformó importantemente a la mayoría. Lo que fue relevante para la estructura empresarial de entonces, es la movilización de capitales que produjo el traslado de inversiones que hasta ese momento permanecían en lugares más o menos fijos, lo que en realidad es una circulación mucho más acelerada de esos capitales, que se traduce en la compra y venta de acciones con el único propósito de hacer aumentar su valor, lo que no necesariamente equivale a inversión nueva (Hernández, 1998; 84-85).

El actor principal en el ámbito nacional para la nueva estrategia de acumulación son los grupos privados nacionales, los cuales tienen la ventaja de ser la nueva cabeza de los sectores empresariales locales ante la eliminación del capital bancario privado, mientras que el principal actor internacional es la banca de origen norteamericano como líder del capital extranjero. A pesar de estar desaparecida formalmente, la fracción del capital privado que integraba la banca mantiene una importante posición negociadora surgida tanto de los montos de capital que controlará cuando se liquiden los adeudos por la expropiación como por la particular coyuntura política y la compleja interrelación de intereses en la que participan. Asimismo, las empresas extranjeras tendrán una fuerte posición de negociación debido al papel dominante que tiene el capital extranjero a través del problema de la deuda (Garrido y Quintana, 1988; 46).

La administración de De la Madrid busca la solución de la crisis con la tesis de que el país requiere inevitablemente un cambio estructural, plantea que el crecimiento ya no debería estar basado en el mercado interno sino en una economía eficiente con la capacidad competitiva en el mercado internacional, lo que explica los cambios de propiedad en las instituciones financieras y reformas institucionales, los cuales transforman los circuitos del excedente, afectando el control del mismo en forma determinante y que se desarrollan hasta el colapso del programa en 1985-86. Con esta propuesta se da sanción política a la quiebra del viejo patrón de acumulación ya que ella conduce a modificar radicalmente la posición relativa que el conjunto de los actores había tenido durante las últimas décadas en el país (Garrido y Quintana, 1988; 47-48).

Para recuperar el control de la acumulación, De la Madrid lo hace a través del Programa Inmediato de Recuperación Económica (PIRE). La primera acción fue la política de una brusca depresión en los salarios reales con lo que se logrará un rescate financiero general para las empresas endeudadas en la medida que esta política permite que esas empresas puedan reducir sustancialmente sus pasivos a partir de la mejoría en el flujo de efectivo que provoca la caída de salarios. En segundo lugar, la renegociación de la deuda pública externa orientada a mantener la asignación del ahorro nacional para pagos externos dentro de límites y modalidades que permitan procesar esta recomposición del bloque hegemónico (Garrido y Quintana, 1988; 48).

“La lógica que articula la negociación de la deuda externa desde el punto de vista de la hegemonía, es que un sector de actores nacionales mantenga un papel dominante en el control del excedente, mediante la doble garantía de que como acreedores externos cobrarán su deuda y como inversionistas locales tendrán asegurada la opción de convertir sus capitales a dólares si existen incertidumbres ante las expectativas de valorización interna” (Garrido y Quintana, 1988; 49).

Un tercer grupo de acciones es un programa especial para reciclar la deuda externa privada, llamado Fideicomiso para la Cobertura de Riesgo Cambiario (FICORCA). En el que no más de veinte grupos privados nacionales y grandes empresas concentraron el 80% de los recursos totales del mismo. La renegociación de la deuda pública externa junto con FICORCA pone a los grupos y grandes empresas en una situación privilegiada respecto a las empresas que no lograron tal cobertura ya que no solo no cayeron en bancarrota sino que pudieron sortear exitosamente la depresión de la actividad económica concentrando un monto de liquidez excepcionalmente importante que los consolida como actores centrales para configurar un nuevo bloque (Garrido y Quintana, 1988; 49-50). Además, los grupos privados sobreendeudados fueron apoyados en forma privilegiada por medio del FICORCA o adquiridos por el Estado, por ejemplo, algunas mineras como Cananea que posteriormente se volvió a privatizar, y las empresas paraestatales sobreendeudadas eran saneadas y privatizadas. Al igual que la nacionalización bancaria, la mayoría de las empresas estratégicas industriales propiedad de los principales accionistas de las instituciones bancarias fueron conservadas por sus dueños. Así también, la reorganización de los grupos de capital financiero-industriales y aquellos afectados con la nacionalización bancaria fue impulsada y orientada por el gobierno a partir del FICORCA y de su integración mediante la privatización de las casas de bolsa, bancarias y no bancarias (Morera, 1998; 30).

El cuarto grupo fueron las políticas de ajuste de la demanda interna entre ellas la contracción del gasto y la inversión pública. Además fueron cobrando importancia las políticas de promoción a las exportaciones no petroleras de igual forma el estímulo a las industrias maquiladoras, hasta configurar finalmente el Programa Nacional de Fomento al Comercio Exterior (PRONAFICE). El liderazgo en la expansión de las exportaciones no petroleras lo tienen los grandes grupos

privados nacionales y empresas transnacionales los cuales acceden prioritariamente a los estímulos y subsidios de exportación brindados por el gobierno (Garrido y Quintana, 1988; 50-51).

En quinto lugar, para 1984 el gobierno inicia una política de reestructuración del sistema y los grandes circuitos financieros en el país. Se pusieron en venta los intermediarios financieros no bancarios, los que fueron adquiridos en parte por algunos de los ex-banqueros, pero donde también incursionaron algunos de los grupos privados nacionales que antes habían tenido bancos en su organización así como actores que antes no habían tenido relaciones con el sistema financiero. Esto fue creando las bases para configurar un nuevo sistema financiero en torno a las casas de bolsa. Antes ya se habían puesto a la venta las acciones de las empresas industriales, comerciales y de servicio que habían pertenecido a los bancos, esto debe haber provocado una importante redistribución de la propiedad de los activos de las grandes empresas entre los grandes grupos económicos quienes se distribuyeron prioritariamente la compra de las acciones subastadas (Garrido y Quintana, 1988; 51).

Esta hegemonía es frágil en razón de las tensiones que se generaban con la modalidad de control del excedente por medio de los circuitos financieros. “Por una parte, está referido a la relación con la banca transnacional y el refinanciamiento de la deuda externa, toda vez que esta banca va manifestando una creciente resistencia a reproducir el mecanismo de provisión de dólares en la medida en que se hace evidente que estos sirven principalmente para alimentar la fuga de capitales. Por otra parte, la presión sobre la economía nacional para sostener los circuitos de la deuda pública tanto interna como externa, se va haciendo más difícil de sostener ya que han configurado círculos viciosos que se autorreproducen, sin conducir a recomponer la actividad productiva. Como contraparte de esto, la restricción crediticia a los sectores productivos y los costos del dinero se hacen cada vez más gravosos para mantener en marcha la planta productiva” (Garrido y Quintana, 1988; 53).

A mediados de julio de 1985 el programa económico no daba más, así que se reemplaza por el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC). Con este programa en breve tiempo se acuerda la entrada de México al GATT, una extraordinaria contracción del gasto público junto con la implementación de una reforma fiscal (Garrido y Quintana, 1988; 53-54).

Las medidas financieras, la renegociación de la deuda y la promisoriosa perspectiva del sector externo se traducen en una expansión inusitada de la bolsa de valores en el primer semestre de 1987, la que llega a ubicarse como la de más acelerado crecimiento entre las bolsas a nivel mundial. Todo el esquema de acumulación se colapsa el 19 de octubre de 1987 (Garrido y Quintana, 1988; 55-56). La crisis y reorganización de los grupos les ha permitido optimizar simultáneamente o parcialmente las más diversas formas de inversión y organización productiva (Morera, 1998; 58). Después del crac bursátil de 1987 las operaciones de fusión se aceleraron (Vidal, 2000a; 124”).

Uno de los resultados inmediatos de la crisis fue la recomposición violenta de los grupos. En ese contexto debe situarse a Carso, que se reorganizó aceleradamente y salió fortalecido y más internacionalizado pues desde la privatización de Telmex tenía presente la temporalidad del monopolio absoluto de la telefonía en México; en ese sentido, la estrategia de Carso e Inbursa se encaminó a consolidarse en el plano nacional y a expandirse en el internacional de la siguiente manera: subdividió a Carso en tres subholdings: a) Carso Tradicional: incluye Sanborns y Denno, Cigatam, Loreto y Peña Pobre, FRISCO, Nacobre, Euzkadi, General Tire. Aluminio AGUSA, Lypps y Porcelanita. B) Creó Carso Global Telecom, S.A de C.V., integrada por Telmex (en 1997 incrementará su participación en el paquete de control a 15.5%) como en otros grupos del ramo en México, y estableció asociaciones estratégicas en Estados Unidos (antes del posicionamiento accionario de FT y DT, concretó una alianza con Sprint para competir en el mercado estadounidense de larga distancia) y Brasil. El instrumento para el posicionamiento accionario en el sector de telecomunicaciones ha sido, fundamentalmente, su grupo financiero Inbursa, para lo cual creó las sociedades de inversión de capital; en donde invirtió en televisión Azteca, Grupo Acir (radio), Medcom (televisión DTH), Gigante y Cementos Moctezuma. También creó la empresa Orient Star como brazo financiero de Carso Global. c) Invercorporación, S.A de C.V., creada para nuevos procesos de privatización en ferrocarriles, petroquímica y electricidad (Morera, 1998; 221-222).

El elemento fundamental de la reorganización capitalista después de la nacionalización de la banca fue el proceso de privatización de las casas de bolsa bancarias y posteriormente de los activos no financieros bancarios. Proceso que puede considerarse como un punto de inflexión y de partida para la recomposición de la oligarquía financiera, ya que las casas de bolsa pasaron a ser el instrumento principal de centralización y redistribución del capital y el núcleo de articulación de la propiedad oligárquica (Morera, 1998; 132). Ya para el 2006 las casas de bolsa más importantes, que son quienes colocan a las compañías en la BMV y la encargadas de llevar el dinero de los inversionistas al mercado, pertenecen a los grandes grupos financieros que también cuentan con un banco a su vez estos bancos obtienen buenas ganancias prestando a empresas que podrían cotizar en la BMV. Estas firmas pagan tasas de interés más altas que las compañías más grandes (Moody; 2007), una práctica desleal que ocasiona que muchas empresas pequeñas y medianas no tengan oportunidades de competir con las grandes empresas que obtienen crédito a muy bajo costo ocasionando en muchas ocasiones la quiebra de sus competidores obteniendo así un poder oligopólico y ya en el peor de los casos obteniendo el monopolio.

Con el proceso de privatización al ser puestas a la venta la llamada banca múltiple del sector privado, se ofreció la compra a los ex propietarios de la banca privada, en un proceso similar al de la venta de gran parte de las acciones de los conglomerados industriales, comerciales y de servicios que la banca tenía en cartera al momento de su expropiación (Morera, 1998; 42-43).

El proceso de privatización posibilitó una nueva estructura del capital con ello una nueva oligarquía, la cual reagrupó a una gran parte de la anterior, pero desde luego con un nuevo agrupamiento muchísimo más poderoso que el anterior, y más vinculado patrimonialmente al sector productivo y directamente asociado al capital internacional. La diferencia a la oligarquía anterior, es que se apoya en una extraordinaria socialización del capital, centralización de poder y asociación estratégica con el gran capital extranjero y el nacional por medio de fusiones, adquisiciones o negocios compartidos (Morera, 1998; 50).

Un elemento clave fue que el motor de la demanda lo constituyeron los grupos financieros que experimentaron dos cambios estructurales, por un lado la nueva visión administrativa, que considera la pulverización del capital en múltiples inversionistas, sin pérdida de control, y la asociación estratégica con otros inversionistas nacionales y/o extranjeros, a través de fusiones, adquisiciones o negocios compartidos lo que obliga a transitar de los grupos familiares a los corporativos. Otro elemento clave se refiere a la concentración del capital y se vincula con las nuevas formas de gestión y valorización del capital de todos los grupos (industriales, comerciales, de servicios y financieros) (Morera, 1998; 51).

En estos más de veinte años algunas relaciones clave se han planteado en más de una ocasión, entre éstas están las relaciones del capital y sus diversas fracciones con lo estatal, las articulaciones y disputas con los capitales extranjeros, y los propios vínculos entre las diversas fracciones del capital, por ejemplo capitales con un pie en el lado estadounidense, o capitales medianos y pequeños vinculados al comercio de importación. Los antecedentes en materia de formación de capital indican que no se logró financiar un amplio proceso de modernización de la planta industrial. La formación de capital fijo cayó (a precios de 1980) de 1,197 millones de nuevos pesos en 1981 a 889 millones de nuevos pesos en 1987. El crecimiento de 1988 en adelante ha sido mínimo, e incluso para 1994 aún no alcanzaba el monto de 1981. Los acontecimientos de finales de 1994 y de 1995 permiten prever que su monto en términos reales es en 1998 nuevamente equivalente al de 1979 (Vidal, 2000b; 104).

### **3.7 Empresas y empresarios en el 2006**

A continuación se elabora un pequeño trabajo sobre los empresarios que están dentro de los consejos de administración de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores, trabajo muy parecido al elaborado por Hernández Rogelio, dicho trabajo se elabora de forma parecida para poder hacer una comparación entre las empresas de 1986 y las del 2006. Lo primero que se hizo fue ordenar a las empresas de acuerdo a su tamaño, el cual se estableció en función al activo total, las empresas pequeñas son desde la menor hasta 9,500,000; las medianas de 11,000,000 a 50, 000,000; las grandes son de 51,000,000 a 100,000,000 y finalmente las gigantes de 101,000,000 en adelante.

En lo que respecta a los hombres de negocios en el cuadro 1 tenemos un listado de 37 empresarios, extraídos de los consejos de administración de las empresas que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) durante el 2006.



administración, solo en los casos de TELECOM y TELMEX tienen la vicepresidencia ya que la presidencia la tiene Chico Pardo Jaime en ambas instituciones, personaje que esta dentro de la muestra de nuestros 37 hombres de negocios y que de igual forma los integrantes de su familia tienen participación en ASUR, POSADAS Y BIMBO. Con lo que respecta a los Garza Sada ellos intervienen en FEMSA, ALFA, CYDSASA, KOF, GRUMA, VITRO e ICA. La familia Zambrano interviene en CEMEX, IASASA, FEMSA, KOF, GCC, AXTEL, ALFA y TELEVISA, por su parte Salinas Pliego es el presidente del consejo de administración de CEL, ELECTRA y TVAZTECA. Anteriormente vimos que varias familias decidieron cotizar en la bolsa con lo que se aceptan múltiples inversionistas pero sin perder el control de la empresa, además de acuerdo Gabriela Ruiz la mayoría de las empresas que ingresan a la bolsa lo han hecho soltando menos del 10% del paquete accionario (Ruiz, 2004)

Un factor importante dentro de la anterior situación lo podemos encontrar en el hecho de que muchos de los hombres de negocios están relacionados entre si, ya que varios de ellos se encuentran en las cesiones de los consejos de administración y desde luego no se puede descartar la idea de que en dichas cesiones se llega a acuerdos donde se pueda beneficiar a la empresa donde se sesiona a la vez que hay acuerdos para beneficiar a las empresas de las cuales son también integrantes de los consejos de administración.

Un ejemplo de lo anterior, los Slim se relacionan con González Laporte Claudio x. y Chico Pardo Jaime debido a que intervienen en el consejo de administración de TELECOM y gracias a que estos últimos intervienen en los consejos de ALFA y BIMBO respectivamente pueden establecer relaciones con Garza Sada Armando y Guajardo Touche Ricardo de ALFA y los Fernández Carvajal (una de las familias grandes de la BMV) en BIMBO. Como podemos ver los puntos de contacto son muchos cuando se trata de las grandes empresas y la frecuencia aumenta al seguir su participación en otras empresas.

Como podemos ver la concentración de personajes se ubica en las empresas que he denominado gigantes y grandes y ya en menor porcentaje en las denominadas medianas y chicas. De nuestras 37 empresas, FEMSA, GCARSO y TLEVISA son las que más hombres de negocios de nuestra muestra concentran, para ser exactos 27 de ellos, es decir el 73% del total de nuestra muestra.

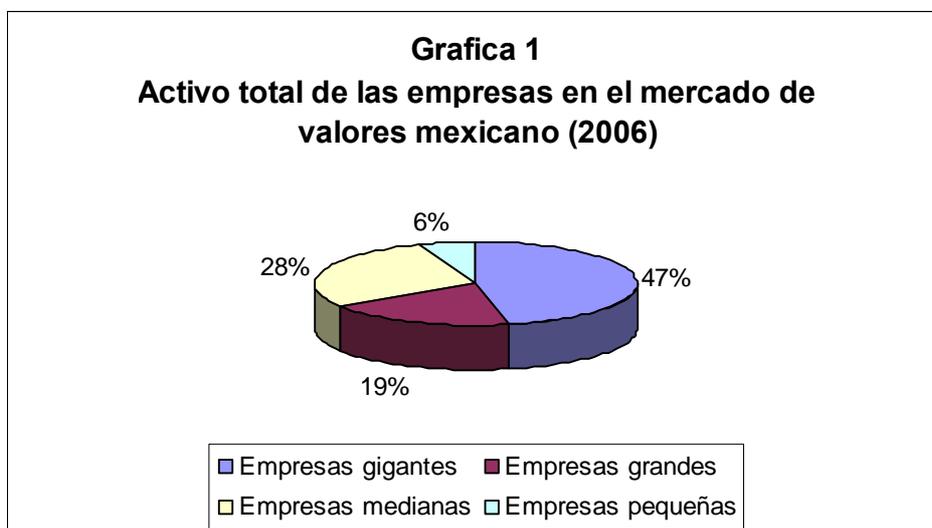
En lo que se refiere al sector donde intervienen las empresas, el 32.1% (de un total de 107) se encuentra en el sector industria de la transformación, de ahí le siguen el sector comercio y la industria de la construcción (ver cuadro 2). Lo interesante de todo esto es que a pesar de que el sector comunicaciones y transportes ocupa el quinto sitio en cantidad de empresas ocupa un porcentaje muy alto en lo que respecta al activo total, simplemente dentro del grupo de empresas que agrupamos como gigantes (que son solamente 6) tenemos a AMX, TELECOM y TELMEX, estas tres empresas representan el 27.8% de todo el activo total. Aquí nos podemos dar cuenta de la concentración que se esta llevando acabo por sectores en este caso podemos ver que el ramo de comunicaciones es

de los preferidos para invertir, y para sorpresa nuestra como ya vimos en párrafos anteriores estas tres empresas son controlados por la familia Slim.

Número de empresas por sector de actividad en el 2006 (cuadro 2)		
	Número de empresas	%
Industria de la transformación	34	31.8
Comercio	20	18.7
Industria de la construcción	15	14.0
Varios	13	12.1
Comunicaciones y transportes	12	11.2
Servicios	10	9.3
Industria extractiva	3	2.8
Total	107	100

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

Otro dato interesante dentro de nuestro trabajo lo vemos en la forma en que agrupamos las empresas y los resultados que arrojan en lo que respecta al activo total. Como ya se mencionó de las 107 empresas sólo 6 entran en las denominadas gigantes y estas mismas tienen el 46.8% de todo el activo total, prácticamente la mitad. Las empresas denominadas grandes que son 7 concentran el 18.9% del activo total, las llamadas empresas medianas el 28.4% y finalmente las empresas con mayor número de participación, para ser exactos 53, sólo concentran el 5.9% de todo el activo total (ver grafica 1).



La rentabilidad representa la capacidad de la empresa de generar utilidades, lo que es un índice muy importante para los accionistas y posibles inversionistas quienes son de vital importancia pues aportan recursos para la continuación y aumento de las operaciones.

Revisando las principales razones financieras de las empresas podemos ver que las empresas denominadas gigantes en promedio son las que tienen una mayor utilidad, dentro de este grupo destaca GMEXICO empresa que esta generando 23 centavos por cada peso vendido. Dentro de los grupos de empresas gigantes y grandes tenemos cuatro empresas lideradas por la familia Slim las cuales en promedio nos da un resultado de 12 centavos de utilidad por peso vendido. Las empresas que mas se ven beneficiadas de acuerdo a esta razón son GMEXICO, TLEVISA, AMX, TELMEX y GMODELO (ver cuadros 3 y 4).

Utilidad neta a ventas netas en las empresas gigantes (cuadro 3)						
EMISORAS	UTILIDAD NETA (1)		VENTAS NETAS (2)		GANACIAS POR UNIDAD VENDIDA (1/2)	
	\$(000)		\$(000)			
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
CEMEX	24,450,303	25,681,648	177,384,882	197,093,096	14%	13%
AMX	31,858,222	42,816,336	189,530,404	234,221,558	17%	18%
TELECOM	11,872,553	12,527,727	173,504,716	175,006,123	7%	7%
TELMEX	30,005,924	28,533,965	173,504,716	175,006,123	17%	16%
FEMSA	5,765,864	6,621,963	111,636,017	126,426,630	5%	5%
GMEXICO	7,399,368	16,462,918	60,428,574	71,034,351	12%	23%
					12%	14%

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

Utilidad neta a ventas netas en las empresas grandes (cuadro 4)						
EMISORAS	UTILIDAD NETA (1)		VENTAS NETAS (2)		GANACIAS POR UNIDAD VENDIDA (1/2)	
	\$(000)		\$(000)			
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
WALMEX	9,850,777	12,424,549	171,705,151	198,971,179	6%	6%
GMODELO	7,586,810	8,671,559	51,558,905	56,827,617	15%	15%
GCARSO	8,952,370	7,738,408	81,255,052	92,314,611	11%	8%
TLEVISA	6,373,822	8,586,188	33,797,563	37,931,841	19%	23%
KOF	4,759,453	4,883,290	53,996,698	57,738,014	9%	8%
ALFA	8,105,857	5,184,149	72,145,101	76,616,428	11%	7%
ELEKTRA	3,097,754	4,496,646	32,063,734	34,832,960	10%	13%
					11%	12%

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

La utilidad neta a capital contable nos sirvió para determinar cuanto de la utilidad es generada por inversión de los accionistas. Aquí es importante anotar que los dos primeros dígitos después del punto decimal, indican el porcentaje de ganancia, que se puede comparar con la tasa de interés bancario y que preferentemente debe ser superior a ésta.

La empresa más rentable es AMX, arrojando que por cada peso invertido por los socios se generan 39 centavos de utilidad, seguida por ELEKTRA con 31, TELMEX con 27, TLEVISA y GMEXICO con 23 y TELECOM y CEMEX con 16 cada una, nuevamente destaca la presencia de la familia Slim, no por nada en la revista poder y negocios de diciembre de 2007 se menciona que el 42% del IPC

es controlado por dicha familia (Salmon, 2007; 8). En promedio nuevamente las empresas gigantes son quienes obtienen mejores utilidades (ver cuadros 5 y6).

<b>Utilidad neta a capital contable en las empresas gigantes</b>						
<b>(cuadro 5)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>UTILIDAD NETA (1)</b>		<b>CAPITAL CONTABLE (2)</b>		<b>1/2</b>	<b>1/2</b>
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
CEMEX	24,450,303	25,681,648	119,875,596	159,608,867	0.20	0.16
AMX	31,858,222	42,816,336	75,092,944	109,635,473	0.42	0.39
TELECOM	11,872,553	12,527,727	100,094,516	80,706,659	0.12	0.16
TELMEX	30,005,924	28,533,965	118,562,993	105,955,930	0.25	0.27
FEMSA	5,765,864	6,621,963	70,488,939	74,227,976	0.08	0.09
GMEXICO	7,399,368	16,462,918	59,797,622	70,985,226	0.12	0.23
					0.20	0.22

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

<b>Utilidad neta a capital contable en las empresas grandes</b>						
<b>(cuadro 6)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>UTILIDAD NETA (1)</b>		<b>CAPITAL CONTABLE (2)</b>		<b>1/2</b>	<b>1/2</b>
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
WALMEX	9,850,777	12,424,549	53,898,455	59,495,550	0.18	0.21
GMODELO	7,586,810	8,671,559	70,872,762	76,486,930	0.11	0.11
GCARSO	8,952,370	7,738,408	48,199,798	46,630,475	0.19	0.17
TLEVISA	6,373,822	8,586,188	31,074,369	36,604,373	0.21	0.23
KOF	4,759,453	4,883,290	36,706,935	41,484,539	0.13	0.12
ALFA	8,105,857	5,184,149	33,823,566	37,536,741	0.24	0.14
ELEKTRA	3,097,754	4,496,646	10,031,810	14,661,517	0.31	0.31
					0.19	0.18

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

A continuación utilizamos el pasivo total a activo total, a esta razón se le denomina razón de endeudamiento, e indica la proporción en que el total de recursos existentes en la empresa han sido concedidos por los acreedores de la misma. Dicho de otra forma, mide la porción de activos financiados por deuda o, lo que es lo mismo, la capacidad de endeudamiento o apalancamiento y la posibilidad de riesgo de que la empresa pase a manos de terceros.

Como podemos ver en los cuadros 7 y 8 las empresas gigantes son las que mayor porcentaje de apalancamiento tienen, en el caso de TELECOM 70.5% de su activo es adquirido a través de financiamiento, por su parte en las empresas grandes la de mayor grado de apalancamiento es ELEKTRA con 78.6%. Las empresas AMX, TELMEX y TLEVISA junto con las dos empresas anteriores son las más apalancadas, como sabemos comúnmente una empresa con mayor apalancamiento es capaz de pagar mayores dividendos por acción cosa que podemos corroborar con los cuadros anteriores. Como vimos en el capítulo 1 la teoría de la liberación financiera afirma que la liberación promueve la eficiencia de

las instituciones financieras con el debido apalancamiento institucional regla que cumplen nuestras empresas a la perfección.

<b>Pasivo total a activo total en las empresas gigantes</b>						
<b>(cuadro 7)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>PASIVO TOTAL (1)</b>		<b>ACTIVO TOTAL (2)</b>		<b>APALANCAMIENTO (1/2)</b>	
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
CEMEX	189,989,460	164,089,063	309,865,056	323,697,930	61.3%	50.7%
AMX	165,071,737	211,063,134	240,164,681	320,698,607	68.7%	65.8%
TELECOM	174,870,458	192,457,136	274,964,974	273,163,795	63.6%	70.5%
TELMEX	147,639,769	158,074,067	266,202,762	264,029,997	55.5%	59.9%
FEMSA	61,823,083	71,162,320	132,312,022	145,390,296	46.7%	48.9%
GMEXICO	40,816,309	44,633,077	100,613,931	115,618,303	40.6%	38.6%
					56.1%	55.7%

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

<b>Pasivo total a activo total en las empresas grandes</b>						
<b>(cuadro 8)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>PASIVO TOTAL (1)</b>		<b>ACTIVO TOTAL (2)</b>		<b>APALANCAMIENTO (1/2)</b>	
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
WALMEX	34,314,053	39,366,409	88,212,508	98,861,959	38.9%	39.8%
GMODELO	12,662,518	14,259,088	83,535,280	90,746,018	15.2%	15.7%
GCARSO	38,632,353	43,942,716	86,832,151	90,573,191	44.5%	48.5%
TLEVISA	47,147,532	46,426,117	78,221,901	83,030,490	60.3%	55.9%
KOF	34,327,423	33,539,899	71,034,358	75,024,438	48.3%	44.7%
ALFA	32,054,999	36,896,371	65,878,565	74,433,112	48.7%	49.6%
ELEKTRA	42,679,657	53,847,849	52,711,467	68,509,366	81.0%	78.6%
					48.1%	47.5%

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

Finalmente la razón de activo circulante a pasivo circulante o de capital de trabajo e índice de solvencia, este nos indica la capacidad de pago a corto plazo de la empresa, así como la solvencia de la misma. En otras palabras, nos muestra el número de pesos con los que la empresa cuenta para hacer frente a sus pasivos de corto plazo, esto es, cuántos pesos de activo por cuantos pesos de pasivo. Mide la liquidez de la empresa, es decir, se basa en que las deudas a corto plazo estén garantizadas con los valores de activo circulante, que son los bienes disponibles con los que se cubrirán las próximas deudas a vencer.

Mientras más alta sea la razón del circulante, será mayor la capacidad de la empresa para pagar sus cuentas, y si resulta baja, será indicativo de que la empresa no podrá cubrir sus deudas en su totalidad a corto plazo. Es la medida de liquidez más usual, y es la forma de medir el margen de seguridad que la empresa mantiene para cubrir las variaciones en el flujo de efectivo que se genera a través de la transformación de las cuentas de activo y pasivo que integran el ciclo financiero a corto plazo. El resultado debe ser superior a 2 y con ello demuestra que es más lo que se tiene que lo que se debe

De acuerdo a la explicación anterior dentro de las empresas gigantes la única que cuenta con suficiente número de pesos para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo es GMEXICO, y en promedio estas empresas no cuentan con la liquidez suficiente. Ya en nuestro segundo grupo de empresas podemos ver que la mitad de ellas cuentan con la suficiente liquidez para hacer frente a sus deudas, en promedio todas ellas tienen capacidad de liquidez. No esta de más mencionar que las empresas TLEVISA y GMODELO con 5.90 y 5.57 pesos para hacer frente a sus pasivos a corto plazo son las empresas con mayor capacidad de liquidez, no son las que mejores utilidades proporcionan pero si las que mejor pueden salir de un aprieto cuando surja algún contratiempo (ver cuadros 9 y 10).

<b>Activo circulante a pasivo circulante en las empresas gigantes</b>						
<b>(cuadro 9)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>ACTIVO CIRCULANTE (1)</b>		<b>PASIVO CIRCULANTE (2)</b>		<b>LIQUIDEZ (1/2)</b>	
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
CEMEX	48,241,102	55,737,863	47,627,668	47,915,526	1.01	1.16
AMX	63,416,615	108,721,012	86,299,108	110,112,763	0.73	0.99
TELECOM	59,248,384	61,471,697	51,987,446	62,615,938	1.14	0.98
TELMEX	59,036,621	60,656,391	47,694,441	51,629,682	1.24	1.17
FEMSA	22,880,811	25,408,811	20,959,617	25,337,291	1.09	1.00
GMEXICO	25,589,251	38,513,768	11,479,867	13,811,448	2.23	2.79
					1.24	1.35

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

<b>Activo circulante a pasivo circulante en las empresas grandes</b>						
<b>(cuadro 10)</b>						
<b>EMISORAS</b>	<b>ACTIVO CIRCULANTE (1)</b>		<b>PASIVO CIRCULANTE (2)</b>		<b>LIQUIDEZ (1/2)</b>	
	<b>\$(000)</b>		<b>\$(000)</b>			
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
WALMEX	32,653,510	37,412,421	28,017,680	31,360,467	1.17	1.19
GMODELO	29,921,415	34,524,782	4,725,903	6,198,165	6.33	5.57
GCARSO	43,136,225	46,970,029	16,260,097	24,134,911	2.65	1.95
TLEVISA	35,279,120	47,500,550	7,409,830	8,050,708	4.76	5.90
KOF	8,336,802	11,071,819	12,963,632	12,048,037	0.64	0.92
ALFA	33,547,722	32,539,331	12,076,594	13,952,720	2.78	2.33
ELEKTRA	45,019,711	60,560,613	36,246,598	45,165,582	1.24	1.34
					2.80	2.74

Fuente: Elaboración propia con base al Anuario financiero 2006 de la BMV

Como pudimos percatarnos todas las empresas anteriores tienen un alto grado de apalancamiento, condición que les permite generar altos rendimientos y que en condiciones normales están propensas a un mayor riesgo en caso de algún contratiempo, algo no creo que les preocupe ya que como pudimos apreciar en párrafos anteriores los grupos económicos cuentan con bancos, a su vez estos bancos obtienen buenas ganancias y en caso de que llegue a surgir algún contratiempo tienen a donde acudir y salir del problema.

## CONCLUSIONES

Como pudimos ver en el modelo de liberalización de McKinnon ciertamente los mercados de capitales (de acuerdo a la experiencia de los países del cono sur) lograron crecer gracias a que las tasas de interés dejaron de fijarse a un nivel bajo para fijarse a un nivel alto, volviéndose así positiva en términos reales, acompañado de reformas financieras y un comercio exterior que incentivaron la producción y las inversiones productivas, la aparente rentabilidad futura de la economía se logró gracias a una liberación exitosa. Sin embargo una entrada de capitales de corto plazo tomó por sorpresa, con lo cual se produjo un dilema con lo que respecta en cuestiones de política económica, si el gobierno permitía la apreciación del tipo de cambio, las nacientes industrias exportadoras evidentemente resultarían afectadas. Pero si el gobierno mantenía el tipo de cambio fijo mientras se inundaba de capital financiero, perdería el control de la base monetaria y la inflación regresaría, lo que sucedió.

Además las garantías gubernamentales han creado enormes incentivos para asignar equivocadamente el capital ya que ni los prestamistas ni los prestatarios reconocen riesgos comerciales, por lo tanto proyectos buenos como malos cuentan con las mismas garantías crediticias del gobierno, además los bancos comerciales en las economías industrializadas prácticamente no tienen regulaciones relativas al riesgo de otorgar préstamos internacionales, como consecuencia no se ha desarrollado un mercado de valores primario de largo plazo normal.

Por su parte Fry nos dice que si se quiere lograr acelerar la tasa de crecimiento económico, el sector financiero debe movilizar con eficacia los recursos internos, asignarlos en forma eficiente para financiar nuevas actividades económicas productivas, y simultáneamente mantener la estabilidad macroeconómica, de igual modo los toques máximos de tasa de depósito y de préstamo tienden a empeorar la distribución del ingreso ya que cuando estas tasas se mantienen muy por debajo de los niveles de equilibrio de mercado, la mayor parte de la renta económica va a dar a las manos de los grandes prestatarios, y no de los pequeños ahorradores y prestamistas. Los prerrequisitos de Fry para lograr una exitosa liberación financiera son, la estabilidad macroeconómica y una adecuada supervisión bancaria, lo que el llama factores esenciales la estabilidad de precios, la disciplina fiscal, control monetario y la credibilidad. Para nuestro autor dejar libres la tasa de interés y el tipo de cambio es un requisito ya que fijar el tipo de cambio y fijar también el déficit fiscal es una forma segura de provocar fugas de capitales que trastornarán el sistema económico.

Debe haber una regulación que desgraciadamente no existe en los países en desarrollo los organismos reguladores gubernamentales generalmente ofrecen salarios que son demasiados bajos para atraer personal calificado que ejerza una efectiva supervisión de las instituciones financieras. La reforma a la política financiera concierne a la política de tasas de interés, el mantenimiento de tasas de interés bajas por decisión administrativa a fin de estimular las inversiones, no suelen funcionar ya que desalientan el ahorro financiero, fuente de los fondos para

inversión. Los objetivos más apropiados en los países en desarrollo son la eficiente asignación y movilización de los recursos internos y tanto la eficiencia como la movilización del ahorro se maximiza cuando las tasas de interés institucionales se establecen en su nivel de equilibrio del mercado libre y se eliminan los impuestos discriminatorios a la intermediación financiera.

Contrario a Fry, para Stiglitz esta liberalización lleva consigo eliminar las regulaciones que pretenden controlar el flujo de dinero caliente hacia y desde los países, contratos y préstamos a corto plazo que habitualmente son apuestas sobre los tipos de cambio. El dinero especulativo no puede utilizarse para construir fábricas o crear empleos y en realidad el riesgo del dinero caliente implica que resulte menos atractivo hacer inversiones a largo plazo en un país en desarrollo. Comenta que los partidarios de la liberalización esgrimieron que la liberalización fomentaría la estabilidad ya que diversificaría las fuentes de financiamiento, pero también dijo que la privatización, sin políticas de competencia y vigilancia que impidan los abusos de los poderes monopólicos, pueden terminar en que los precios al consumo sean más altos y no más bajos. La austeridad fiscal, perseguida ciegamente en las circunstancias equivocadas, puede producir más paro y la ruptura del contrato social.

Al liberalizar los mercados de capitales habría un flujo constante de capital de los países más desarrollados a los de menos desarrollo, con lo cual ambos grupos saldrían beneficiados ya que los países desarrollados tendrían un mayor rendimiento del capital, y los países en menos desarrollo debido a la entrada de un mayor volumen de capital, llegarían a tener salarios más altos y mayor productividad. Se pregonó que habría una mayor estabilidad y en períodos de contracción, los países en desarrollo podrían pedir préstamos en el exterior para fortalecer sus economías.

Sin embargo, los defensores de la liberalización no contemplaron que las corrientes de capital de corto plazo son sumamente volátiles, en lugar de amortiguar la volatilidad económica, como predecían sus defensores, contribuyeron en gran medida a producirla. Estas corrientes de capital son, procíclicas, entran en un país cuando todo marcha bien, y salen cuando las cosas andan mal. Los banqueros son amigos en tiempos de bonanza: están dispuestos a prestar cuando los países no necesitan dinero. Y los países cometieron la insensatez de dejarse seducir por el atractivo de los préstamos. Pero cuando las cosas se ponen difíciles, los bancos exigen la devolución de su dinero, justamente como paso en el pasado en América Latina

Por su parte en México se practican políticas de liberación y desregulación indiscriminadas sin pensar en los riesgos y sin tomar en cuenta la regulación necesaria para evitar las inversiones especulativas y la salida masivas de las mismas. Oficialmente la reforma financiera se dio para dar respuesta a demandas básicas y revalorar las libertades individuales, rechazar el burocratismo y la ineficiencia, y repensar las bases ideológicas de la acción del estado. Dicha reforma se dio debido a dos escenarios en lo externo, por el nuevo entorno

internacional, en lo interno, por la pluralidad política creciente, las nuevas demandas sociales. Se argumentó que la liberación promueve la eficiencia de las instituciones financieras con el debido apalancamiento institucional y de capital externo para acrecentar los recursos financieros y dar vialidad a los mayores niveles de ahorro a inversión para incentivar el crecimiento económico, y por tanto, una mayor generación de empleos y una mejor distribución de la riqueza, pero se ignora la fragmentación sectorial financiera y la fragmentación estructural existente en las economías, en los países en vías de desarrollo son imperfectos lo que resulta en decisiones ineficientes y pobres de inversión

El proceso de desregulación y apertura financiera tuvo como objetivo alentar el desarrollo de un mercado de valores más grande y eficiente con el propósito de no depender exclusivamente del financiamiento bancario para la inversión y el desarrollo nacional, que hasta 1993 era responsable de 75% del crédito en el país. El fomento al mercado de valores se centró en la apertura a la inversión extranjera y en la creación de nuevos instrumentos que se asumen a la intermediación bancaria para apoyar el ahorro y la inversión productiva.

Después de la liberalización la bolsa mexicana de valores tuvo un crecimiento impresionante, que se basó en inversiones especulativas de los inversionistas tanto nacionales como extranjeros de portafolio, debido a las libres restricciones grandes sumas de capital se movilizaron a los mercados de dinero y de capital aprovechando los altos rendimientos, pero fueron inversiones desvinculadas de la economía real no se contemplaron políticas para enlazar los capitales con las empresas, y como bien apunta Huerta Moreno las instituciones internacionales son un medio para transferir los depósitos de un lugar a otro sin restricción alguna creando centros financieros básicamente especulativos que no están sujetos a una regulación específica.

El proceso de desregulación ocasionó uno de los elementos fundamentales del proceso de reorganización capitalista después, de la nacionalización de la banca fue el inicio del proceso de privatización de las casas de bolsa bancarias, con lo cual se inicia el proceso de reagrupación de la aristocracia financiera y con ello un cambio en la naturaleza de la propiedad, con el que se transitó de un capitalismo estrictamente familiar a otro mucho más basado en amplias coaliciones de potentados. Con la reprivatización se devolvió inmediatamente las instituciones financieras no bancarias, primordialmente las casas de bolsa, a sus antiguos dueños y se reestructuró al sobredimensionado e ineficiente sistema bancario, promoviendo las fusiones y liquidando a los bancos pequeños e ineficientes. El proceso de liberalización en México se llevó a cabo de una manera muy rápida lo que afectó negativamente la infraestructura financiera

De acuerdo a la experiencia empírica en los países en desarrollo de Asia y América la liberalización financiera no logró el objetivo de crear un mercado de capitales fuerte, estable y diversificado como argumentan los defensores de dicha liberalización. Aun si se hubieran liberado los mercados con cautela como lo proponen algunos autores, la experiencia en los países desarrollados nos muestra

que aun ellos tuvieron problemas graves y si lograron salir adelante fue debido a lo fuerte de sus economías, ya que cuentan con mejor infraestructura tecnológica, no tienen grandes problemas de deuda externa, etc.

Como pudimos ver la liberalización ocasionó que se acentúen los grupos económicos en México además crear mejores vínculos entre inversionistas industriales y financieras que han permitido que las estrategias de negocios de las grandes empresas mexicanas contaran tradicionalmente con soluciones financieras favorables, lo que ocasionó también una competencia disminuida dentro del mercado financiero y una asignación menos eficiente de los recursos financieros, crece el poder oligopolico de los grupos económicos en el mercado lo que les reditúa una renta extra logrando que sus utilidades sean mayores a las del promedio de la economía en su conjunto y contribuyendo así a la concentración financiera. Pese a lo que comúnmente se piensa, ello no ha significado la desarticulación de su inversión productiva, a partir de 1990 la extraordinaria centralización de capital dinerario ha tenido como propósito la inversión simultanea, sólo que se da en la gran empresa, pues para la inmensa mayoría de los capitales medianos, pequeños y micros a significado la quiebra. A demás como vimos con Ángeles Pozas únicamente se beneficiaron pero no pudieron convertirse en promotores del desarrollo nacional.

El acceso desigual del financiamiento en dólares creó un dualismo dentro del sector industrial mexicano, siendo excluidas las empresas pequeñas y medianas de la parte internacionalizada del sistema financiero mexicano. Los bancos comerciales y los grupos con quienes estaban asociados dichos bancos utilizaron sus utilidades para comprar empresas existentes y expandir sus conglomerados, crecieron en su tamaño y se formaron varios nuevos grupos, tanto el mercado de dinero, como el de capital fueron vehículos para la concertación y la vinculación entre empresarios industriales y financieros.

A lo largo de más de 20 años de reformas desregulación y apertura, las regiones y entidades de la república muestran rasgos de desigualdad. Ya no son monopolios públicos los culpables de la reducción de espacios para la inversión privada, sino que es la misma inversión privada, nacional y extranjera, la que ha privilegiado sectores, actividades y empresas que tienden a concentrar poder y mercado, se mantiene el desempleo, aumenta la precariedad, crece la desigualdad y se fragmenta a las sociedades.

El nuevo tipo de predominio de los grupos financieros han sido las asociaciones estratégicas entre empresas y grupos donde destaca la inversión extranjera, principalmente con inversión de cartera, con lo que se da la repatriación de capitales y genera inestabilidad, por su parte la inversión directa tiene por objetivo principal realizar compras y adquisiciones de empresas y activos y por lo tanto no se genera inversión nueva.

Como vimos la experiencia de los países desarrollados, indica que el crecimiento esta estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado

de capitales, a nivel mundial, la característica más importante del mercado de capitales es su tamaño. El valor de capitalización promedio por emisora en diversos países, como Canadá, Brasil, España y Corea, está alrededor de 250 o 270 millones de dólares, mientras que en el caso de México tenemos 811 millones de dólares en promedio, lo que significa que son pocas empresas y muy grandes. Lo anterior ocasionado por una falta de regulación ya que las empresas que tienen posibilidad de competir en el mercado de valores no se atreven debido a lo caro que es cotizar en la BMV, además de que las casas de bolsa prefieren invertir donde obtengan mayor utilidad y no en acciones para las empresas. Aunado a todo ello la desconfianza de las pequeñas y medianas empresas ya que no existe realmente la información completa y los inversionistas prefieren tener su dinero en grandes compañías.

Además pudimos ver al final del trabajo son pocos los hombres de negocios que se encuentran en los consejos de administración de las grandes empresas que cotizan en BMV y si consideramos la administración del capital que se lleva a cabo mediante los consejos administrativos los cuales controlan el proceso productivo, los cambios en la productividad, el empleo y las condiciones laborales y salariales, aparte de tener información privilegiada ya que como pudimos observar tienen relaciones entre si a través de las juntas de consejo nos damos cuenta de que lo que nos planteaban los seguidores de la liberalización financiera solo es una mentira ya que encontramos una gran concentración en unos cuantos empresarios. Por otra parte la mayoría de los grupos familiares que decidieron cotizar en bolsa soltaron solamente 10% del paquete accionario así que siguen controlando totalmente las decisiones en las empresas, las cuales como vimos tienen grandes rendimientos debido al gran apalancamiento que tienen y por lo que no tienen que preocuparse ya que algunas tienen condiciones previligadas al ser los mismos dueños de los grupos financieros y las casas de bolsa.

## BIBLIOGRAFÍA

Antezano I Carolina. (1994), "Liberalización financiera y desarrollo económico: Consideraciones generales", en Biblioteca Nafin, *Liberalización financiera y banco de desarrollo*, Ed. Nacional Financiera, México.

Cabello Alejandra (1999), *Globalización y liberalización financieras y la Bolsa Mexicana de Valores: del auge a la crisis*, Ed. Plazas y Valdes, México.

Castillo Ponce Ramón (2003), "Las instituciones y la decisión de cotizar en el mercado de valores: el caso de México", en Díaz Bautista Alejandro (compilador), *Problemas estructurales de la economía mexicana*, Ed. Plaza y Valdez, México.

Correa Eugenia (1994), "Reforma financiera y cartera vencida" en revista *Economía Informa*, Num. 229, México may-jun.

Correa, Eugenia (2000) "Conglomerados y reforma financiera" en revista *Comercio Exterior*, Vol. 49, Num. 6, México junio.

Díaz Mondragón, Manuel (2006), *Mercados financieros de México y el mundo*, Ed. Gasca-Sicco, México.

Edward M. Berstein (1967), *Un mercado de capitales centroamericanos dos estudios*, Ed. Grafica panamericana S. de R.L., México.

Esmas.com, ¿Sabes cómo funciona la Bolsa de Valores?, en la página <http://www.esmas.com/finanzaspersonales/553947.html>

Fry Maxwell J. (1995), "Políticas para el desarrollo financiero" en Mansell Carstens Catherine (compiladora), *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*, Editado por BID y CEMLA, México.

Fry Maxwell J. (1990), *Dinero interés y banca en el desarrollo económico*, Ed. CEMLA, México

Garrido, Celso (1999), "El caso mexicano", en Chudnousky Daniel, López Andrés, Kosacoff Bernardo y Garrido Celso, *Las multinacionales latinoamericanas: sus estrategias en un mundo globalizado*, Ed. Fondo de Cultura Económica, Argentina.

Garrido Celso y Quintana Enrique (1998), "Crisis del patrón de acumulación y modernización conservadora del capitalismo en México", en Celso Garrido N. (coordinador), *Empresarios y Estado en América Latina*, Ed. CIDE-UNAM-UAM-FFE, México.

Geocities.com, *Mercado Mexicano de Derivados*, en la página <http://www.mx.geocities.com>

Gutiérrez Lara, Abelardo Aníbal (2006), "Concentración de la estructura productiva" en Cabrera Adame, Carlos Javier (coordinador), *Cambio estructural de la economía mexicana*, Ed. UNAM, México.

Hernández Norma y Gaona Eduardo (2006) "un análisis de la nueva ley del mercado de valores y la empresa en México" en la página <http://www.apoyopyme.com.mx>

Hernández Rodríguez, Rogelio (1998), "Empresas y empresarios en el sexenio de Miguel de la Madrid", en Celso Garrido N. (coordinador), *Empresarios y Estado en América Latina*, Ed. CIDE-UNAM-UAM-FFE, México.

Heyman, Timothy (1998), *Inversión en la globalización*, Bolsa Mexicana de Valores, Editorial Milenio, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, Instituto Tecnológico Autónomo de México, México.

Huerta Moreno María Guadalupe, "La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial" en la página <http://www.azc.uam.mx/publicaciones/gestion/num6/art7.html>

León Islas, Oscar (2004), "Mercado de capitales en México: camino a su extranjerización", en revista *Comercio Exterior*, Vol. 54, Num. 12, México diciembre.

Prieto Treviño, Guillermo (2001), "El mercado de valores y las emisoras en la coyuntura actual" en *Boletín RI*, Año 2, Núm. 10, México noviembre.

Manrique Campos, Irma (1996), "El caso de las empresas públicas del sector financiero mexicano", en Martínez Ramón, Manrique Irma y Bautista Jaime, *Crisis económica: ¿Fin del intervencionismo estatal?*, Ediciones El Caballito S.A., México.

Maxfield, Silvia (1998), "Internacionalización de las finanzas y concentración de la industria: México en una perspectiva comparativa" en Celso Garrido N. (coordinador), *Empresarios y Estado en América Latina*, Ed. CIDE-UNAM-UAM-FFE, México.

McKinnon Ronald I. (1995), "Los mercados de capitales internacionales: la liberalización económica y el síndrome de la solicitud excesiva de préstamos" en Mansell Carstens Catherine (compiladora), *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*, Ed. BID-CEMLA, México.

Moody, John (2007), "¿Porque no crece la BMV?" en revista *Expansión*, Sección de reportajes, Ed. 968, México 25 junio de 2007.

Morera Camacho Carlos (1998), *El capital financiero en México y la globalización: Límites y contradicciones*, Ed. Era, UNAM Instituto de Investigaciones económicas, México.

Nuncio, Abraham (1984), *El grupo Monterrey*, Ed. Nueva imagen, México.

Ortiz Martínez Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

Pozas, María de los Ángeles (2003), “Las grandes empresas industriales en México: evaluación y perspectivas a diez años de su reconversión” en *Estudios sociológicos XXI*, Ed. 62, México

Rebolledo Juan (1993), *La reforma del estado en México*, Ed. Fondo de Cultura Económica, México.

Ruiz Durán Clemente (1984), *90 días de política monetaria y crediticia independiente, México*, Puebla: Universidad Autónoma de Puebla, citado en (Cabello, 1999; 227).

Ruiz, Gabriela (2004), “¿Ganancias y parientes?” en revista *Expansión*, Ed. 889, sección principal, México abril del 2004

Salmon, Felix (2007), “Vientos del norte” en revista *Poder y negocios*, Num.06, México diciembre de 2007

Solís M., Leopoldo (1997), *Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XXI*, Ed. Siglo XXI, México.

Stiglitz Joseph (2002), *El malestar en la globalización* (tr. Carlos Rodríguez), Ed. Taurus pensamiento, México.

Stiglitz Joseph (2003), “El rumbo de las reformas. Hacia una nueva agenda para América Latina”, en *Revista de la CEPAL*, Num.80, Santiago de Chile, Agosto.

Ugarteche, Oscar (2007), “La deuda y la arquitectura financiera internacional en el nuevo siglo” en la página [http://www.bilaterals.org/article.php3?id\\_article=9095](http://www.bilaterals.org/article.php3?id_article=9095)

Vega Rodríguez Francisco Javier (1998), *El mercado mexicano de dinero, capitales y productos derivados: sus instrumentos y sus usos*, Ed. Gráficos Eon, México.

Vidal, Gregorio (2000a), “Concentración económica, finanzas y gestión social” en Mántey Guadalupe y Levy Noemí (compiladoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste asiático*, Ed. UNAM, México.

Vidal, Gregorio (2000b), *Grandes empresas, economía y poder en México*, Ed. Plaza y valdes editores y Hacia nuevos retos (UAM-I), México.

Villegas Hernández, Eduardo (199?), *Sistema financiero de México*, Ed. Mac Graw Hill

<http://www.bmv.com.mx>, 2008

<http://www.cnbv.gob.mx>, 2008

<http://www.mexder.com.mx/MEX/paginaprincipal.html>, 2008